



FINANSE i PRAWO FINANSOWE

JOURNAL of FINANCE and FINANCIAL LAW

ISSN 2353-5601

vol. 1(45)

MARZEC/MARCH 2025

KWARTALNIK



**WYDZIAŁ EKONOMICZNO-
SOCJOLOGICZNY**
Uniwersytet Łódzki



**UNIwersYTET
ŁÓDZKI**

FINANSE i PRAWO FINANSOWE

JOURNAL of FINANCE and FINANCIAL LAW

e-ISSN 2353-5601

vol. 1(45)

MARZEC/MARCH 2025

K W A R T A L N I K

Scientific Council

Femi Ayoola (University of Ibadan, Nigeria)
Djula Borozan (University of Osijek, Croatia)
Monika Boguszewicz-Kreft (WSB Merito University Gdansk, Poland)
Raffaella Ciuffreda (University of Sannio, Italy)
Zbysław Dobrowolski (Jagiellonian University, Poland)
Teresa Famulska (University of Economics, Katowice, Poland)
Jovana Filipović (University of Kragujevac: Kragujevac, Serbia)
Stanisław Flejterski (University of Szczecin, Poland)
Jerzy Gajdka (University of Lodz, Poland)
Grzegorz Gołębiowski (School of Finance and Management in Warsaw, Poland)
Iryna Hryhoruk (Vasyl Stefanyk Precarpathian National University, Ivano-Frankiv'sk, Ukraine)
Ireneusz Jaźwiński (University of Szczecin, Poland)
Hongjoo Jung (Sungkyunkwan University Seoul, South Korea)
Sami Kajalo (Aalto University, Finland)
Stanisław Kasiewicz (The Warsaw School of Economics: SGH, Poland)
Zbigniew Kmiecik (University of Lodz, Polska)
Jan Kreft (Gdańsk Tech, Poland)
Sophia Lobozyńska (Ivan Franko L'viv National University, Ukraine)
Maciej Malaczewski (University of Lodz, Poland)
Elena Manas (University of Alcalá de Henares, Spain)
Daniel Meyer (College of Business and Economics in Johannesburg, RPA)
Veronika Miťková (Comenius University Bratislava, Slovakia)
María del Carmen Montero Bancalero (Universidad de Sevilla, Spain)
Paulo Reis Mourao (University of Minho, Braga, Portugal)
Yunju Nam (University at Buffalo of New York, USA)
Kazumi Naito (Keio University, Japan)
Abdelhamid Nechad (ENCG Tangier, Morocco)
Dijana Oreski (University of Zagreb, Croatia)
Witold Orłowski (University of Lodz, Vistula University in Warsaw, Poland)
Fazilah Mohd Razali (University Putra Malaysia, Selangor, Malaysia)
Humberto Nuno Rito Ribeiro (University of Aveiro, Portugal)
María Dolores Alcaide Ruiz (University of Seville, Spain)
Ramona Rupeika-Apoga (University of Latvia, Ryga, Latvia)
Edyta Rutkowska-Tomaszewska (University of Wrocław, Poland)
Carmen Sanchez (Universidade de Santiago de Compostela, Spain)
Wolfgang Scherf (Justus Liebig University, Giessen, Germany)
Francisco Serrano Domínguez (Universidad de Sevilla, Spain)
Biagio Simonetti (University of Sannio, Italy)
Iryna Skomorowycz (Ivan Franko National University of Lviv, Ukraine)
Magdalena Maria Stuss (Jagiellonian University, Poland)
Anna Tarabasz (Curtin University, Dubai, United Arab Emirates)
Mahmut Tekce (Marmara University, Turkey)
Fátima Teresa Sol Murta (University of Coimbra, Portugal)
Jacek Tomkiewicz (Kozminski University, Warsaw, Poland)
Harry W. Trummer (Goethe University, Frankfurt, Germany)
Ulyana Vladychyn (Ivan Franko National University of Lviv, Ukraine)
Leon Wolff (Hitotsubashi University, Tokyo, Japan)
Valentyna Mykhailivna Yakubiv (Vasyl Stefanyk Precarpathian National University, Ukraine)

Editorial Team

Editor in Chief

Iwona Dorota Czechowska (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)
Paulo Reis Mourao (University of Minho, Braga, Portugal)

Deputy Editor in Chief

Dagmara Hajdys (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)
Ramona Rupeika-Apoga (University of Latvia, Riga, Latvia)

Theme Editor: Finance

Monika Marcinkowska (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)
Sophia Lobozyńska (Ivan Franko L'viv National University of Lviv, Ukraine)

Theme Editor: Financial Law

Edyta Rutkowska-Tomaszewska (University of Wrocław, Faculty of Law, Administration and Economics, Poland)

Theme Editor: Corporate finance management and capital market

Monika Bolek (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)

Theme Editor: Economic Development

Abdelhamid Nechad (ENCG Tangier, Morocco)

Theme Editor: Technology and Management

Humberto Nuno Rito Ribeiro (University of Aveiro, Portugal)

English Language Editor

Katarzyna Walińska (University of Lodz, Foreign Languages Centre UL, Poland)

Editor of Statistics

Wojciech Zatoń (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)
Łukasz Ziarko (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute for Statistics and Demography, Poland)

Legal and Organisational Issues Editor

Agnieszka Czajkowska (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)
Tomasz Florczak (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)
Marta Padaszyńska (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)

Scientific Editor

Joanna Stawska (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)
Magdalena Ślebocka (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)
Fátima Teresa Sol Murta (University of Coimbra, Portugal)

Editor for International Cooperation

Robert W. McGee (Fayetteville State University, USA)
Ewa Feder-Sempach (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)

Editor for Positioning in International Databases

Małgorzata Jabłońska (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)
Mahmut Tekce (Univrsytet Marmara, Istanbul, Turkey)

Editorial Board's office

Małgorzata Jędraszczyk (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)

Technical Editor

Monika Wolska-Bryl (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Poland)

Website Support

Dariusz Jędrzejka (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)

Cooperation

Radosław Witczak (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)
Wojciech Zatoń (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)
Artur Zimny (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)

Cover Design

Adam Suchecki (University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Institute of Finance, Poland)

All articles published in the journal have undergone a double-blind peer review.

CONTENTS

Czesław Bartłomiej Martysz – Polski rynek obligacji nieskarbowych – kluczowe statystyki, zmiany prawa i wyzwania rozwojowe	5
Agata Aftowicz – Green Bond Standards as a Way to Reduce Information Asymmetry	35
Marcin Józwiak – Ewolucja i znaczenie bankowych kanałów dystrybucji	51
Martyna Białek-Szkudlarek – Sustainable Disclosures of Polish Banks – Text Mining Analysis	73
Andrzej Kuciński – Wpływ zaburzeń w gospodarce wywołanych pandemią Covid-19 na płynność finansową przedsiębiorstw	93
Matthias Buschhaus – Quantitative Analysis of Corporate Income Taxation Option for Partnerships in Germany	121
Krzysztof Świeszczak – The Importance of Socio-cultural Factors as Determinants of the Attractiveness of the FinTech Sector Offer for Individual Clients of Banks	137
Paweł Nowak – Uwolnienie od długu poprzez upadłość konsumencką	159



Funding information: Not applicable. **Conflicts of interests:** None. **Ethical considerations:** The Author assures of no violations of publication ethics and takes full responsibility for the content of the publication.

POLSKI RYNEK OBLIGACJI NIESKARBOWYCH – KLUCZOWE STATYSTYKI, ZMIANY PRAWA I WYZWANIA ROZWOJOWE

Czesław Bartłomiej Martysz*

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.45.01>

POLISH NON-TREASURY BOND MARKET – KEY STATISTICS, LEGAL EVOLUTIONS AND DEVELOPMENT CHALLENGES

ABSTRACT

The purpose of the article. The article aims to present key statistics of the Polish market for non-treasury debt securities, to show the essence of the tightening of legal regulations and their impact on the development of the market, as well as to identify market development problems and *de lege ferenda* proposals to improve its attractiveness to investors and issuers in the long term.

Methodology. The article follows the author's previous publication in 2020 and is unique in that it shows the market for non-treasury debt securities in a cross-sectional manner based on an analysis of legal acts and press publications, the latest and partly non-public statistics of the KDPW, and the author's market practice.

Results of the research. The nominal value of the Polish non-treasury bond market is PLN 454.2 billion, but excluding the quasi-treasury securities of BGK, PFR and EIB, it is PLN 157.6 billion, of which only 49.4% of the securities are listed on the Catalyst market, which is celebrating its 15th anniversary this year. Between 2017 and 2024, the bond law was significantly tightened to protect retail investors, whose real share of the primary market is small, from misselling. The new law raises many questions and complicates the issuance process, raising questions about whether it will ultimately help or hurt market development. Many retail investors will not take advantage of improved market transparency and access to new information due to lack of economic knowledge. In addition to the new regulations, challenges to the non-treasury debt securities market also remain, including lack of financial education, reluctance of new issuers to enter the bond market, lack of ratings and insufficient analytical coverage of issuers, lack of standardization of documentation, and lack of secondary market animation and liquidity.

Keywords: fixed-income, non-treasury bonds, debt securities, regulations, investor protection, capital market, Catalyst.

JEL Class: D18, G23, O16, K22.

* Dr, Instytut Finansów, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, <https://orcid.org/0000-0003-2461-0121>
Corresponding Author. E-mail: cmarty@sgh.waw.pl

Polski rynek obligacji nieskarbowych – kluczowe statystyki, zmiany prawa i wyzwania rozwojowe

W dniu 1 lipca 2024 r. minęło 5 lat od wprowadzenia obowiązku rejestracji nieskarbowych papierów dłużnych (dalej jako „NPD”) w KDPW, obejmujących w szczególności obligacje korporacyjne, obligacje komunalne (municipalne) oraz hipoteczne listy zastawne. Z kolei 30 września 2024 r. minęło 15 lat od uruchomienia platformy obrotu Catalyst. Okoliczności te są okazją do przedstawienia aktualnego stanu rynku NPD w Polsce w kontekście stojących przed nim wyzwań. W latach 2017–2024 zaostrzono prawo NPD dla poprawy przejrzystości rynku i wzmocnienia ochrony inwestorów detalicznych (po tzw. „aferze Getback”), których udział w rynku jest wciąż stosunkowo niewielki. Nowe regulacje wzbudzają wątpliwości, komplikują proces emisji i rodzą pytania o ostateczny efekt zmian, tj. czy ostatecznie pomogą czy zaszkodzą rozwojowi polskiego rynku NPD.

Pierwszym celem artykułu jest przedstawienie kluczowych statystyk polskiego rynku NPD. Drugim celem jest ukazanie istoty zaostrzenia regulacji prawnych oraz ich wpływu na rozwój rynku. Trzecim celem artykułu jest wskazanie problemów rozwojowych rynku oraz propozycji *de lege ferenda*, pozwalających w dłuższym horyzoncie poprawić jego atrakcyjność, zarówno z perspektywy inwestorów jak i emitentów. Choć artykuł nie wyczerpuje problematyki problemów i wyzwań rynku to ma przyczynić się do poszerzenia dyskusji na ten temat.

Niniejszy artykuł nawiązuje do poprzedniej publikacji autora (Martysz, 2020) i ma unikalny charakter, ponieważ ukazuje rynek NPD w sposób syntetyczny i przekrojowy w oparciu o analizę aktów prawnych i artykułów prasowych, najnowsze i częściowo niepubliczne statystyki KDPW oraz doświadczenie zawodowe autora.

Kluczowe statystyki rynku NDP

Rozważania o rynku nieskarbowych papierów dłużnych w Polsce (NPD) warto rozpocząć od przedstawienia kluczowych statystyk z Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych („KDPW”)¹. W dniu 30 czerwca 2024 r. łączna wartość nominalna wszystkich wyemitowanych i niezapadłych² papierów dłużnych (*outstanding*) zarejestrowanych w KDPW wynosiła 1.683,2 mld zł, z czego aż 1.103 mld zł (65,5%) stanowiły hurtowe obligacje skarbowe, 126 mld (7,5%) detaliczne obligacje skarbowe a NPD jedynie 454,2 mld zł (27%). Ograniczając się do samych NPD – aż 296,6 mld (65,3%) stanowią obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK), Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR) oraz

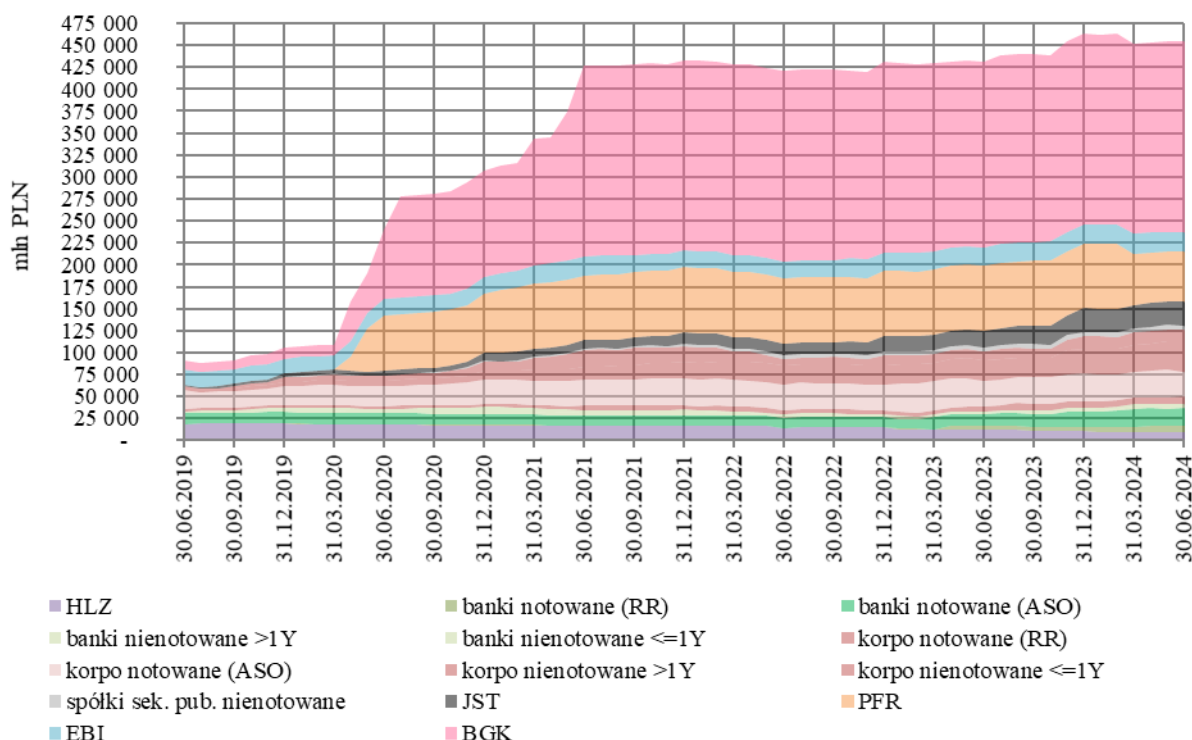
¹ Statystyki nie obejmują NPD wyemitowanych przed 1 lipca 2019 r., zarejestrowanych w ewidencjach firm inwestycyjnych i banków, które z czasem zapadną, ponieważ od 1 lipca 2019 r. wszystkie nowe NPD muszą być rejestrowane w KDPW. NPD w euro przeliczono po kursie EUR/PLN 4,35 zł. Statystyki przygotowano w oparciu o raporty KDPW zawierające wyłącznie niezapadłe NPD, wygenerowane na koniec każdego miesiąca począwszy od 30.06.2019 aż do 30.06.2024. Daty zapadalności poszczególnych NPD są takie jak w dniu ich emisji, przy czym emisje o łącznym nominale min. 50 mln zł skorygowano ręcznie (w oparciu o Rejestr Zobowiązań Emitentów, RZE) o zdarzenia takie jak m.in. przedterminowy wykup lub zmiana warunków emisji. Jedna seria oznacza jeden numer ISIN. W przypadku papierów asymilowanych przyjęto dla uproszczenia, że całą serię (łączną wartość nominalną) wyemitowano w pierwotnej dacie emisji.

² Chodzi o obligacje, których termin wykupu (zgodnie z warunkami emisji obligacji, „WEO”) jeszcze nie minął. Statystyki *outstandingu* w niniejszym artykule nie obejmują obligacji, które nie zostały wykupione w terminie.

Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI), które można uznać za dług skarbowy³. Do pozostałych NPD (zwanych dalej „core-NPD”, łącznie 157,6 mld zł, 34,7% NPD) zaliczamy obligacje korporacyjne⁴ (88,8 mld zł, 19,5%), hipoteczne listy zastawne (HLZ) i obligacje banków komercyjnych (42 mld zł, 9,3%) oraz obligacje komunalne (JST, 26,8 mld zł, 5,9%), które wraz z obligacjami spółek sektora publicznego⁵ (5 mld zł, 1,1%) miały łączną wartość nominalną 31,9 mld zł (7%).

Rysunek 1

Wartość nominalna wyemitowanych i niezapadłych NPD w KDPW (outstanding)



Źródło: opracowanie własne na podstawie KDPW.

Rysunki 1 i 2 przedstawiają outstanding NPD zarejestrowanych w KDPW pomiędzy 30.06.2019 r. a 30.06.2024 r. (na koniec każdego miesiąca), w podziale na emitenta i rynek notowania⁶. Wydzielenie papierów o zapadalności do roku włącznie⁷ pozwala ukazać, jaka część rynku służy

³ Obligacje BGK (o skróconej nazwie „FPC”) oraz obligacje PFR były emitowane na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Obligacje FPC i PFR są gwarantowane przez Skarb Państwa. Z kolei EBI jest międzynarodowym bankiem, którego akcjonariuszami są państwa UE. W związku z tym obligacje BGK, PFR i EBI wyodrębnia się ze statystyk NPD, ponieważ powinno się je traktować przez pryzmat ryzyka kredytowego jako papieru quasi-skarbowe.

⁴ Inaczej obligacje przedsiębiorstw, z wyłączeniem (w ramach niniejszego artykułu) obligacji banków oraz PFR.

⁵ Są to niepubliczne spółki komunalne (m.in. ośrodki sportowe i stadiony, spółki wodociągowe, przedsiębiorstwa gospodarowania odpadami, spółki komunikacji masowej) oraz niepubliczne spółki kontrolowane przez Skarb Państwa (m.in. lotniska oraz spółki kolejowe). Obligacje tych spółek nabywają banki, a finansowanie ma charakter quasi-kredytowy i specjalistyczny, oparty w znacznej mierze (poprzez różnego rodzaju gwarancje i umowy wsparcia) na ryzyku samorządu – właściciela spółki. W praktyce obligacje spółek komunalnych są niedostępne na rynku wtórnym.

⁶ Skróty rynku notowania: RR – rynek regulowany, ASO – alternatywny system obrotu, NN – nienotowane.

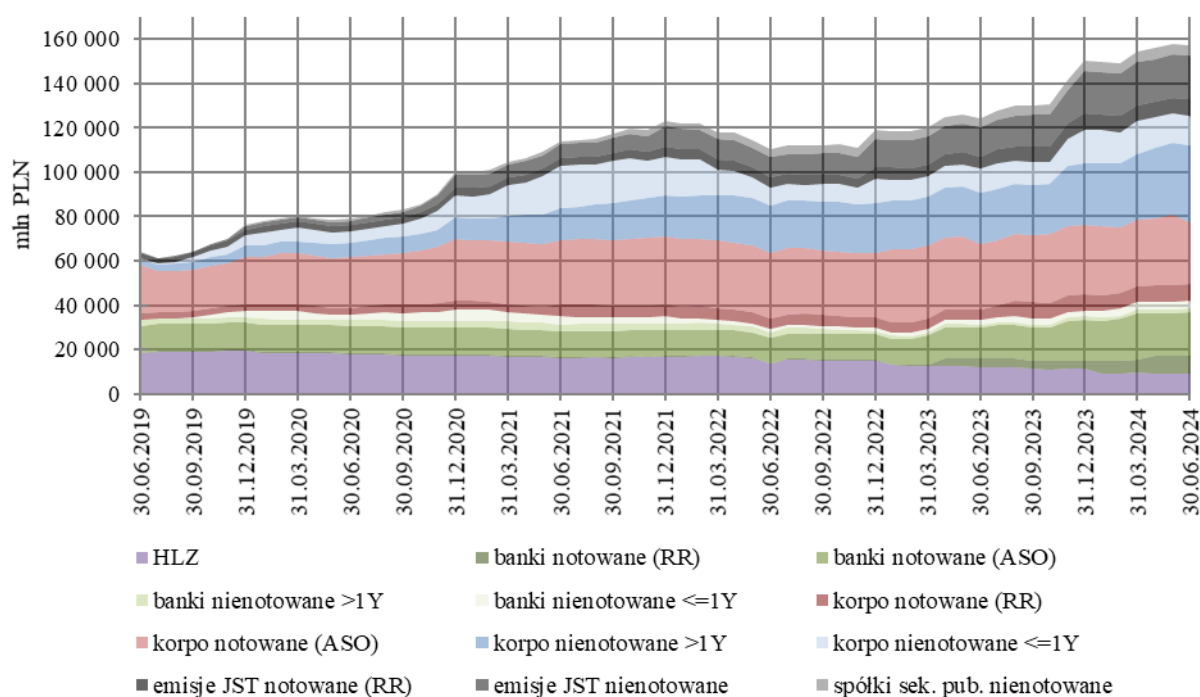
⁷ Krótka zapadalność papierów naturalnie wyklucza ich notowanie. Większość krótkoterminowych NPD stanowią obligacje emitowane przez bankowe spółki leasingowe i faktoringowe, które są poręczane przez banki-matki i obejmowane przez klientów tych banków jako ekwiwalenty depozytów. Rozwiązanie to pozwala optymalizować bilans i koszty banków

finansowaniu potrzeb płynnościowych. Na rysunku 2 ukazano obligacje core-NPD, pomijając obligacje BGK, PFR oraz EBI dla lepszego obrazu „właściwego” rynku NPD.

Na rysunkach 1 i 2 widać ponadto dwa obszary spadającego outstandingu NPD, które należy wiązać z wybuchem epidemii COVID-19 (03.2020 – 06.2020) oraz ze wzrostem stóp procentowych NBP i wybuchem wojny w Ukrainie (12.2021 – 11.2022). Stałe dodatnie saldo napływów nowych środków do polskich dłużnych funduszy detalicznych⁸ od początku 2023 r. (Analizy.pl, 2024) sprzyjają plasowaniu nowych emisji i podnoszą outstanding. Sprzyjającą plasowaniu sytuację rynkową widać po wartości outstanding notowanych na RR prospektowych emisji korporacyjnych kierowanych do inwestorów detalicznych, których wartość w pierwszym półroczu 2024 r. wyniosła aż 928 mln zł i była ponad trzykrotnie wyższa niż w pierwszym półroczu 2023 r. (300 mln zł) (Szweda, 2024).

Rysunek 2

Wartość nominalna wyemitowanych i niezapadłych core-NPD (bez obligacji BGK i PFR), zarejestrowanych w KDPW (outstanding, lewa oś)



Źródło: opracowanie własne na podstawie KDPW.

Korespondujące z rysunkiem 2 wybrane wartości outstandingu (w odstępach półrocznych) zestawiono w tabeli 1. Największe przyrosty outstandingu widać w obligacjach JST i spółek sektora publicznego oraz korporacyjnych NPD o zapadalności powyżej roku, co wynika ze stopniowego

z uwagi na obecność podatku bankowego, ponieważ finansowanie bezpośrednie tych spółek przez banki-matki podwyższyłoby sumy bilansowe tych banków, generując wyższy podatek bankowy.

⁸ Fundusze dłużne na 30.06.2024 r. były największą grupą detalicznych funduszy inwestycyjnych – ich aktywa netto wyniosły aż 129 mld zł, tj. 52% całego rynku (247,9 mld zł, bez funduszy aktywów niepublicznych). Fundusze dłużne są, obok towarzystw ubezpieczeniowych, kluczowymi inwestorami na rynku pierwotnym NPD.

„przechodzenia” tych NPD z ewidencji banków i firm inwestycyjnych do KDPW. Z kolei wzrost outstanding papierów bankowych należy wiązać ze zwiększonym zapotrzebowaniem banków na finansowanie spełniające wymogi MREL (Kozłowska, 2023). Niemal 50% spadek nominalu outstanding nastąpił wśród hipotecznych listów zastawnych.

Tabela 1

Outstanding NPD w KDPW według rodzaju emitenta, tenoru oraz rynku notowania

Rodzaje emitentów i rynki notowań NN – nienotowane RR – rynek regulowany ASO – alternatywny system obrotu	30.06.2019	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.06.2024
Samorządy (JST)	2 417	4 436	9 481	13 644	17 740	26 523	26 810
Spółki sektora publicznego, NN	20	257	1 031	2 391	4 203	4 935	5 040
Korporacje, NN, >1Y	3 311	4 768	9 858	18 865	22 261	27 738	34 749
Korporacje, NN, <=1Y	60	4 681	10 173	17 385	11 176	14 951	13 339
Korporacje, RR	2 909	2 949	3 679	5 197	4 536	7 583	7 610
Korporacje, ASO	21 995	21 452	27 653	30 723	29 265	31 326	28 018
Banki, NN, >1Y	2 435	2 545	3 065	2 978	1 701	1 545	1 551
Banki, NN, <=1Y	–	2 964	5 218	3 431	1 397	2 452	3 476
Banki, ASO	12 177	12 177	12 177	11 439	11 407	18 287	19 736
Banki, RR	374	539	589	370	220	3 883	8 163
Hipoteczne listy zastawne (HLZ)	18 091	19 336	17 163	16 657	15 085	11 149	9 062
core-NPD (bez BGK, PFR, EBI)	63 789	76 103	100 088	123 079	118 990	150 371	157 555
BGK	10 020	11 870	122 331	216 662	216 632	216 883	217 753
PFR	–	–	66 650	73 900	73 900	73 900	57 575
EBI	17 123	17 123	18 699	19 472	21 062	21 762	21 286
RAZEM NPD	90 932	105 096	307 768	433 114	430 585	462 916	454 169

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

W tabeli 2 przedstawiono outstanding NPD na 30.06.2024 r. według trybu oferowania. Warto zauważyć, że outstanding detalicznych emisji prospektowych wyniósł niecałe 3,8 mld zł⁹, tj. zaledwie 2,4% rynku core-NPD (bez BGK, PFR i EBI). Oznacza to, że inwestorzy indywidualni

⁹ Emisje te wyodrębniono w taki sposób, że zbiór NPD notowanych na rynku regulowanym pomniejszono o obligacje municypalne, hipoteczne listy zastawne oraz euroobligacje (dla których depozytem macierzystym nie jest KDPW), ponieważ w praktyce rynkowej wszystkie te 3 kategorie NPD kupują na rynku pierwotnym instytucje finansowe. Oczywiście inwestorzy indywidualni mogą też kupować NPD na rynku pierwotnym (w ramach ofert bez prospektu) a także rynku wtórnym – ASO Catalyst, jednak trudno jest oszacować realny (pełny) udział inwestorów indywidualnych wśród wszystkich obligatariuszy (posiadaczy) NPD.

w Polsce mają bezpośrednio ok. 33 razy więcej detalicznych obligacji skarbowych (126 mld zł) niż prospektowych NPD¹⁰.

Tabela 2

Outstanding core-NPD w KDPW na 30.06.2024 r. według trybu oferowania

Kategorie emitentów i tryby emisji core-NPD	Outstanding 30.06.2024 w mln zł	%
Emisje prospektowe detaliczne notowane (RR)	3 810	2,4
Euroobligacje notowane (RR)	11 963	7,6
Hipoteczne listy zastawne notowane (RR)	6 356	4,0
Hipoteczne listy zastawne notowane (ASO)	706	0,4
Hipoteczne listy zastawne nienotowane	2 000	1,3
Emisje bezprospektowe JST niepubliczne i nienotowane	19 640	12,5
Emisje bezprospektowe JST niepubliczne i notowane (RR)	7 170	4,6
Emisje bezprospektowe notowane (ASO) (bez JST)	47 754	30,3
Emisje bezprospektowe nienotowane <= 1Y (bez JST)	16 818	10,7
Emisje bezprospektowe nienotowane >1Y (bez JST)	41 338	32,1
Razem core-NPD (bez BGK, PFR i EBI)	157 555	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

W tabeli 3 ujęto największych emitentów NPD na dzień 30.06.2024 r. (od 2 mld zł). Outstanding tej grupy odpowiada aż 83,4% wartości nominalnej całego rynku NPD (pozostałe 20 emitentów to 52,3% rynku core-NPD). Dominują tu banki i ich spółki zależne¹¹. Oprócz PFR, największym niebankowymi emitentami NPD byli Orlen (6,4 mld zł), Cyfrowy Polsat (3,9 mld zł), Miasto Łódź (2,6 mld zł), KGHM (2,6 mld zł), Tauron (2,6 mld zł), Kruk (2,3 mld zł) a także Enea (2 mld zł), Echo Investment (1,9 mld zł) oraz Ghelamco Invest (1,7 mld zł).

Tabela 4 zawiera kluczowe statystyki NPD według kategorii emitenta. Warto zauważyć, że aż 76,9% core-NPD ma zmienne oprocentowanie, co wyróżnia polski rynek papierów nieskarbowych na tle świata, gdzie dominuje oprocentowanie stałe. Co ciekawe, spośród wszystkich 8 515 serii NPD aż 82,1% (6 989 serii) wyemitowały jednostki samorządu terytorialnego (JST)¹², a doliczając spółki sektora publicznego, to aż 7 313 serii NPD (85,9%) dotyczy sektora publicznego.

¹⁰ Wartościowym uzupełnieniem tabeli 2 jest ranking oferujących obligacje, opracowywany przez portal Obligacje.pl (Obligacje.pl, 2025a).

¹¹ Są to głównie spółki leasingowe i faktoringowe, ujęte jako korporacje, emitujące zwykle NPD o zapadalności nie przekraczającej 12 miesięcy (zob. przypis 6).

¹² Średnia wartość jednej serii obligacji JST wynosi 3,8 mln zł. Wynika to z „rozkładania” wartości obligacyjnego długu na kilka serii zapadających w różnych latach, zgodnie z Wieloletnimi Planami Finansowania („WPF”).

Tabela 3*Najwięksi emitenci NPD (outstanding na 30.06.2024)*

Lp.	Emitent	Kategoria emitenta	Łączny nominal (mln zł)	Liczba serii	Średni tenor (lata)	Zapadalność z WEO	
						Min	Max
1	Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK)	BGK	217 753	18	10,3	25.10.2024	25.06.2045
2	Polski Fundusz Rozwoju S.A. (PFR)	PFR	57 575	10	6,8	31.03.2025	05.03.2030
3	Europejski Bank Inwestycyjny (EBI)	EBI	21 286	11	9,1	25.02.2025	25.02.2043
4	Powszechna Kasa Oszczędności BP S.A. (PKO BP)	Bank	9 138	5	6,3	01.02.2026	28.02.2029
5	Bank Polska Kasa Opieki S.A. (Bank Pekao)	Bank	7 275	9	7,1	29.07.2024	14.10.2033
6	PKO Bank Hipoteczny S.A.	Bank	6 756	18	3,3	24.07.2024	24.08.2028
7	Santander Bank Polska S.A.	Bank	6 522	4	6,5	30.11.2026	05.04.2028
8	Orlen S.A. (d. PKN Orlen S.A.)	Korporacja	6 350	4	7,2	22.12.2025	25.03.2031
9	Podmiot Zarządzający Aktywami S.A.	Korporacja	5 737	10	3,0	30.11.2024	30.11.2028
10	Pekao Leasing sp. z o.o.	Korporacja	5 605	12	1,1	23.07.2024	21.10.2025
11	Pekao Faktoring sp. z o.o.	Korporacja	4 975	7	0,2	02.07.2024	03.09.2024
12	Cyfrowy Polsat S.A.	Korporacja	3 890	2	6,6	11.01.2030	11.01.2030
13	Volkswagen Financial Services sp. zoo	Korporacja	2 829	5	3,0	10.10.2025	15.04.2027
14	Pekao Bank Hipoteczny S.A.	Bank	2 729	19	4,7	23.07.2024	06.04.2029
15	Łódź Miasto	JST	2 609	36	9,0	20.12.2024	17.12.2036
16	KGHM Polska Miedź S.A.	Korporacja	2 600	2	8,5	27.06.2029	26.06.2031
17	Tauron Polska Energia S.A.	Korporacja	2 577	4	11,8	30.10.2025	16.12.2034
18	Kruk S.A.	Korporacja	2 348	26	5,2	02.09.2024	17.10.2029
19	Powszechny Zakład Ubezpieczeń S.A. (PZU)	Korporacja	2 250	1	10,1	29.07.2027	29.07.2027
20	Alior Bank S.A.	Bank	2 150	5	5,3	20.10.2025	09.06.2028
21	mBank Hipoteczny S.A.	Bank	2 035	7	4,5	03.12.2024	05.09.2029
22	PKO Leasing S.A.	Korporacja	2 012	5	0,2	01.07.2024	12.09.2024
23	Enea S.A.	Korporacja	2 000	2	4,5	21.05.2027	21.05.2030
Emitenci – outstanding >= 2 mld zł (1–23)			379 000	222	6,6	01.07.2024	25.06.2045
Pozostali Emitenci NPD			75 169	8 293	8,9	01.07.2024	30.06.2048
Suma			454 169	8 515	8,9	01.07.2024	30.06.2048

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

Tabela 4

Kluczowe statystyki NPD według kategorii emitenta i formuły oprocentowania (outstanding na 30.06.2024)

Lp.	Emitent	Łączny nominal (mln zł)	Liczba serii	Średni tenor (lata)	Formuła oprocentowania ¹³ (% wg. outstandingu)			
					stałe (F)	zmiennie (V)	zerokuponowe (Z)	inne / b.d.
1	BGK	217 753	18	10,3	87,1%	12,9%	0,0%	0,0%
2	PFR	57 575	10	6,8	99,1%	0,9%	0,0%	0,0%
3	EBI	21 286	11	9,1	73,0%	27,0%	0,0%	0,0%
4	Korporacje	88 756	1 372	5,9	14,7%	74,9%	10,2%	0,2%
5	Banki	41 988	115	6,3	24,4%	66,9%	8,7%	0,0%
6	JST	26 810	6 989	9,6	0,8%	99,2%	0,0%	0,0%
Suma bez BGK, PFR, EBI (4–6)		157 555	8 476	8,9	14,9%	76,9%	8,0%	0,2%
Suma		454 169	8 515	8,9	62,9%	34,2%	2,8%	0,1%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

Tabela 5

Core-NPD w KDPW według trybu rejestracji i rynku notowania (stan na 30.06.2024)

	Agent Emisji				KDPW bezpośrednio (DvP)				Razem			
	Nominał (mln zł)	%	Liczba serii	%	Nominał (mln zł)	%	Liczba serii	%	Nominał (mln zł)	%	Liczba serii	%
NN	70 789	78,4	7760	95,4	9 007	13,4	35	10,7	79 796	50,6	7795	91,9
ASO	13 054	14,5	101	1,2	35 407	52,6	110	33,2	48 460	30,8	211	2,6
RR	6 457	7,1	276	3,4	22 841	34,0	194	56,1	29 298	18,6	470	5,5
Razem	90 300	100	8 137	100	67 255	100	339	100	157 555	100	8 476	100
%	57,3		96,0		42,7		4,0		100		100	

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

Analizując stan polskiego rynku core-NPD (bez BGK, PFR, EBI) na 30.06.2024 r. według trybu rejestracji oraz miejsca notowania (tabela 5) można zauważyć, że nominalnie 50,6% obligacji (aż 91,9% serii) nie jest notowanych (są niepubliczne). Więcej papierów – zarówno wartościowo (57,3%) jak i pod kątem liczby serii (96%) – rejestruje się poprzez agenta emisji niż DvP (*delivery versus payment*)¹⁴, przy czym jedynie 21,6% nominału NPD przechodzącego przez agentów emisji jest później publicznie

¹³ Formułę oprocentowania ustalono dzięki oznaczeniu kodowym CFI (ISO 10962), gdzie (F) oznacza oprocentowanie stałe, (V) zmiennie a (Z) zerokuponowe (dyskontowe).

¹⁴ Przed 2018 r., tj. przed unormowaniem w przepisach prawa instytucji agenta emisji, to właśnie w trybie DvP emitowano NPD przeznaczone do obrotu na rynku publicznym, które musiały być zarejestrowane w KDPW. Pozostałe NPD (nieprzeznaczone do obrotu publicznego) rejestrowano w ewidencji banku lub firmy inwestycyjnej lub ew. tworzone je w formie papierowej (często wykorzystywanej dla emisji wewnątrz grup kapitałowych, *intercompany*). Wcześniej wyrażenie "agent emisji" oznaczało po prostu "organizator emisji".

notowana¹⁵. Po przeliczeniu widać, że NPD (pod względem średniego nominalu serii) notowane w ASO (229,7 mln zł) wyraźnie dominują nad NPD z RR (62,3 mln zł) oraz nienotowanymi (NN) NPD (10,2 mln zł), ponieważ emisje NPD do inwestorów instytucjonalnych zwykle są przeprowadzane w trybie bezprospektowym i potem notowane w ASO.

Powyższe statystyki nie obejmują obligacji, które wg. stanu na dzień 30.06.2024 r. nie zostały wykupione w terminie wynikającym z WEO – było to 267 serii obligacji o łącznym nominale ponad 2,9 mld zł. Największych takich 10 emitentów przedstawiono w tabeli 6. Cieszyć może fakt, że od czasu upadłości Getback (2018) oraz ZM Henryk Kania (2019) nie odnotowano już istotnych dla rynku upadłości emitentów NPD, pomimo wspomnianych już turbulencji rynkowych (epidemia Covid-19, wojna w Ukrainie oraz wzrost stóp procentowych).

Tabela 6

NPD w KDPW niewykupione w terminie zgodnym z WEO (stan na 30.06.2024)

Lp.	Emitent	Łączny nominal (mln zł)	Liczba serii	Rejestracja w KDPW		Zapadalność z WEO	
				Min	Max	Min	Max
1	Getback SA w restrukturyzacji	542	31	30.07.2015	06.03.2018	17.05.2018	08.11.2021
2	Telewizja Polska SA	530	1	07.11.2023	07.11.2023	06.05.2024	06.05.2024
3	PBG SA	338	6	01.03.2017	07.04.2017	31.01.2020	30.06.2020
4	Zakłady Mięsne Henryk Kania SA	151	3	23.06.2016	10.04.2018	24.06.2019	29.03.2021
5	Gant Development SA	112	7	11.06.2010	14.09.2012	06.05.2013	28.08.2014
6	RPGZ X sp. zoo	90	2	20.04.2021	20.04.2021	17.04.2023	17.04.2023
7	Griffin Real Estate Invest sp. zoo	84	1	14.08.2017	14.08.2017	04.12.2020	04.12.2020
8	Spółdzielczy Bank Rzemiosła i Rolnictwa w Wołominie w upadł. likw.	75	3	26.07.2011	14.05.2014	08.07.2021	17.04.2024
9	PCZ SA	72	7	13.08.2012	19.01.2015	30.06.2015	30.11.2017
10	Action SA	60	1	05.09.2014	05.09.2014	04.07.2017	04.07.2017
11	Pozostali emitenci	869	205				
	Suma	2 922	267	31.12.2003	07.11.2023	09.06.2011	30.06.2024

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

„Afefa Getback” genezą zaostrenia prawa NPD16

Jedną z patologii rynku finansowego, która dotknęła szczególnie rynku NPD, jest misselling, czyli oferowanie usług finansowych, które nie odpowiadają potrzebom konsumentów, a także nieadekwatny (do charakteru tych usług) sposób ich proponowania (Martysz & Rakowski, 2021).

¹⁵ Rejestracja emisji w trybie agenta emisji w praktyce pozwala przenieść część obowiązków formalnych, związanych z wprowadzeniem NPD do notowań giełdowych, na okres po emisji, co następuje jednak „kosztem” odpowiedzialności agenta emisji opisanej głównie w art. 7a ustawy o obrocie (Dz.U. 2024, poz. 722).

¹⁶ Obecnie spółka nazywa się Capitea S.A.

Źródłem największego zaostżenia przepisów rynku NPD była tzw. afera Getback z 2018 r., ponieważ jednym z jej wątków był właśnie misselling obligacji (Martysz, 2020). Papiery GetBack (obecnie Capitea) oferowano m.in. osobom fizycznym, dla których był to często pierwszy kontakt z obligacjami, kojarzonymi wyłącznie ze Skarbem Państwa.

Przed 2019 r. istniały (w uproszczeniu) dwa tryby oferowania NPD osobom fizycznym – (i) w drodze przygotowania prospektu emisyjnego (lub memorandum informacyjnego), które następnie było zatwierdzane (lub przyjmowane do wiadomości) przez Komisję Nadzoru Finansowego ("KNF") albo (ii) w prostszym trybie oferowania bez wymaganego prospektu/memorandum, jednak ograniczonego zasięgiem do maksymalnie 149 inwestorów. Obligacje Getback oferowano w obu tych trybach (także pod prospektem emisyjnym¹⁷), jednak problemem były tzw. „pełzające emisje”, czyli emisje bezprospektowe, oferowane jedna seria po drugiej w taki sposób, aby w każdej z nich „zmieścić” 149 osób.

Afera Getback wybuchła 16 kwietnia 2018 r., kiedy GPW zawiesiła obroty akcjami Getback, a 2 maja 2018 r. zarząd spółki złożył wniosek o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego. Według stanu na 30.04.2020 spółka wyemitowała obligacje o łącznym nominale aż 2,2 mld zł obligacji, w tym aż 1,7 mld zarejestrowano poza KDPW¹⁸. Gros obligatariuszy Getbacku stanowiły osoby fizyczne, a wiele papierów miało formę materialną (Martysz, 2020)¹⁹. Największą wadą NPD niezarejestrowanych w KDPW było to, że nikt poza emitentem (a szczególnie nadzór) nie znał pełnej skali obligacyjnego zadłużenia. Afera Getback uwidoczniała więc systemową lukę, której nikt nie wykorzystał dotychczas w tak ogromnej skali.

Niewątpliwy wpływ na zaostżenie przepisów prawa NPD mieli, oprócz powszechnie znanej spółki Getback, także inni emitenci, którzy przestali regulować zobowiązania z tytułu obligacji, w szczególności spółki niepubliczne i przez to mniej transparentne. Do najbardziej znanych upadłych emitentów NPD należą (vide tabela 5) np. Gant Development, PCZ, ZM Henryk Kania, Golub Gethouse czy Optima Development Poland. Uwagę regulatora zwróciły również inwestycje w tzw. Condohotele (UKNF, 2019), czyli nieruchomości w rzekomo atrakcyjnych turystycznie lokalizacjach, przeznaczone na wynajem krótkoterminowy – promujące je przekazy marketingowe bazowały na rzekomym bezpieczeństwie inwestycji, porównaniu z lokatą bankową oraz „gwarantowanych”

¹⁷ Przykład Getback S.A. pokazuje, że publikacji prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego nie wolno traktować jako „gwarancji kapitału”, ponieważ organ nadzoru sprawdza przede wszystkim wymogi formalne (np. czy w prospekcie podano wymagane informacje), a nie ryzyko kredytowe oraz to, czy dana inwestycja jest „bezpieczna”; gdyby nadzór taką gwarancję dawał, to zyski z obligacji powinny być zbliżone do zysków z lokat.

¹⁸ Były to głównie obligacje niezabezpieczone, z których do marca 2028 r. inwestorom prawdopodobnie uda się odzyskać około 25% kapitału. Na 30.09.2024 r. suma niewykonanych świadczeń z obligacji Getback wg. Rejestru Zobowiązań Emitentów („RZE”) KDPW wynosi 2,5 mld zł, z czego tylko 0,5 mld zł dotyczy papierów zarejestrowanych w KDPW (tabela 5) a 2 mld zł to papiery zarejestrowane poza KDPW.

¹⁹ Oznacza to, że prawo do obligacji nie wynika z zapisu na rachunku papierów wartościowych czy zapisu w ewidencji, lecz z posiadania papierowego dokumentu. Jest to zatem pierwotna forma obligacji. W przypadku Getback obligacje oferowano w ten sposób po to, aby mogli je oferować pracownicy spółki, bez (generującego koszty) pośrednictwa instytucji finansowej (Martysz, 2020).

zyskach w skali 7–10% rocznie. Wreszcie, w połowie 2023 r. głośne stały się problemy finansowe kojarzonej z Januszem Palikotem i Kubą Wojewódzkim spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina²⁰.

Zmiany prawa obligacji w latach 2017–2019

Pierwsze zmiany przepisów prawa obligacji sygnalizował komunikat KNF z 24 października 2017 r., rekomendując podwyższenie nominału bankowych obligacji podporządkowanych do min. 400 tys. zł (KNF, 2017). Ostatecznie to zalecenie przyjęło formę trwałego przepisu w nowelizacji ustawy o obligacjach uchwalonej 14 grudnia 2017 r. (Dz.U. 2018, poz. 8). Obecnie bankowe obligacje podporządkowane mogą zostać nawet umorzone, jeżeli ich emitent zostanie przymusowo zrestrukturyzowany. Zgodnie z komunikatem KNF z 2017 r. takie obligacje powinni jednak kupować inwestorzy dysponujący kwotą min. 400 tys. zł, ponieważ tacy inwestorzy najwyraźniej lepiej rozumieją ryzyko takiej inwestycji²¹. Komunikat KNF okazał się w pewnym sensie proroczy, ponieważ uwagę nadzoru przykuły emisje podporządkowanych obligacji Getin Noble Banku („GNB”) i to pomimo faktu, że emisję tych papierów poprzedziło zatwierdzenie stosownego prospektu emisyjnego przez KNF. Niespełna 5 lat po komunikacie KNF, we wrześniu 2022 r. doszło do przymusowej restrukturyzacji GNB, czego efektem było umorzenie obligacji GNB wartych ponad 680 mln zł. Wiele z tych papierów kupili niestety drobni inwestorzy (Money.pl, 2023).

Skutkiem wspomnianej już afery Getback było pismo KNF z 29 maja 2018 r. w sprawie oferowania obligacji, w którym komisja wskazała m.in., że banki nie powinny proaktywnie oferować obligacji korporacyjnych swoim klientom – inwestorom indywidualnym dysponującym aktywami do 100 tys. euro (KNF, 2018), czyli tyle, ile maksymalnie zagwarantuje BFG w zamian za lokaty założone w upadłym banku. Takie obligacje mogliby ewentualnie kupować klienci zamożni.

Niespełna pół roku później, 9 listopada 2018 r. uchwalono ustawę o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. 2018, poz. 2243), zwaną potocznie „ustawą o wzmocnieniu nadzoru”. Ustawa ta wprowadziła m.in. obowiązek rejestracji NPD od 1 lipca 2019 r. w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW) oraz wprowadziła instytucję tzw. agenta emisji, tj. obowiązkowego organizatora emisji takich NPD, które nie są emitowane w drodze oferty publicznej i w odniesieniu do których emitent nie zamierza ubiegać się o publiczne notowanie.

Zgodnie ze znowelizowaną ustawą o obrocie, emisje i rozliczenie NPD musi się odbywać za pośrednictwem agenta emisji zdefiniowanego w art. 7a ustawy o obrocie (Dz.U. 2024, poz. 722), jeżeli emitent nie zamierza ubiegać się o dopuszczenie tych papierów dłużnych do obrotu na rynku

²⁰ Na 30.06.2024 spółka miała 18,7 mln zł niewykupionych obligacji.

²¹ Trudno stwierdzić, czy wzrost wartości majątku inwestora przekłada się na wyższą świadomość ryzyka inwestycyjnego, ale intencja nadzoru sprowadzała się do tego, że inwestorzy posiadający min. 400 tys. zł prawdopodobnie mają dużo większy majątek i ew. strata na obligacjach podporządkowanych nie byłaby dla nich tak dotkliwa jak dla mniejszych inwestorów, którzy nawet w przypadku upadłości banku oczekiwali by jakiejś rekompensaty analogicznej do gwarancji BFG dla depozytów.

regulowanym ani o wprowadzenie do ASO. W praktyce agent emisji²² musi przed emisją NPD sprawdzić emitenta i jego papiery. Nowym przepisom towarzyszyły pisma z Urzędu KNF kierowane do agentów emisji, podkreślające niebagatelne znaczenie agenta emisji dla rynku NPD.

Emisja i rozliczenie NPD, jak już wspomniano, może także nastąpić bezpośrednio w KDPW na zasadzie DVP, tj. bez pośrednictwa agenta emisji. Jednak w tym trybie emitent musi udowodnić zamiar wprowadzenia papierów do publicznego obrotu, co według Regulaminu KDPW oznacza, że Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych („GPW”) musi się wpięrow zgodzić na dopuszczenie papierów do obrotu na rynku regulowanym lub na ich wprowadzenie do obrotu w ASO²³. Innymi słowy papiery przed emisją i rozrachunkiem w trybie DvP muszą być formalnie „przygotowane” do notowania na giełdzie.

Obowiązkowa rejestracja NPD w KDPW (i tym samym ich obowiązkowa dematerializacja) ułatwiła obrót papierami na rynku wtórnym, gromadzenie informacji o papierach oraz poprawiła przejrzystość rynku. Powstał bowiem specjalny Rejestr Zobowiązań Emitentów (RZE, n.d.), gromadzący liczne informacje o wszystkich obligacjach (także wyemitowanych przed 1 lipca 2019 r.)²⁴, m.in. takie jak serie i zapadalności obligacji emitenta, kalendarze płatności, wartość niezapadłego obligacyjnego długu (tzw. outstanding) oraz wartość niewypełnionych przez emitenta zobowiązań obligacyjnych²⁵. Warto zauważyć, że RZE ułatwia wyszukiwanie informacji na temat papierów dłużnych nie tylko inwestorom, ale również organowi nadzoru (Urząd KNF), który otrzymał przydatne narzędzie do monitoringu poszczególnych emisji i łącznego outstandingu emitenta²⁶, tj. informacji, które nie zawsze musiał otrzymać (przez brak wymogu publikacji prospektu lub memorandum).

Równolegle z RZE powstała także strona RGI KDPW (RGI, n.d.), gromadząca informacje o rejestracjach papierów dokonywanych za pośrednictwem agentów emisji. Dzięki temu możemy dowiedzieć się m.in., która instytucja finansowa odpowiadała za rejestrację papierów i zwykle także za ich oferowanie inwestorom. Aby znaleźć odpowiedni papier wystarczy najpierw wyszukać go w RZE po nazwie emitenta, a następnie wyszukać jego numer ISIN w RGI.

Kolejne zmiany prawa obligacji weszły w życie 30 listopada 2019 r. w związku z uchwaloną 16 października 2019 r. zmianą ustawy o ofercie publicznej (Dz.U. 2019, poz. 2217). Tu genezą zmian

²² Zgodnie z art. 7a ustawy o obrocie mogą być to podmioty uprawnione do prowadzenia rachunków papierów wartościowych (firma inwestycyjną, bank państwowy prowadzący działalność maklerską albo bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2) albo bank powierniczy.

²³ Umowa o rejestrację dotycząca papierów wartościowych, w odniesieniu do których emitent zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym (RR) lub wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu (ASO), może zostać zawarta tylko przed nastąpieniem tych zdarzeń; zob. §70 ust. 1 (KDPW, n.d. *Regulamin KDPW*).

²⁴ Zgodnie z ustawą o wzmocnieniu nadzoru, emitenci (w przypadku papierów materialnych) oraz podmioty prowadzące ewidencję papierów dłużnych (w przypadku papierów zdematerializowanych poza KDPW) powinny do 31.03.2020 zgłosić do KDPW informacje o NPD niezarejestrowanych w KDPW.

²⁵ W praktyce wygląda to tak, że każde zdarzenie dotyczące obligacji (np. wypłata odsetek, premii lub wykup) musi być zarejestrowane w KDPW (przez agenta płatniczego lub samodzielnie przez emitenta) i jeżeli nie zostanie później opłacone, to Rejestr Zobowiązań Emitentów (RZE) to pokaże.

²⁶ RZE jest wykorzystywane m.in. przez zarządzających funduszami inwestycyjnymi do określania limitu ekspozycji w papierach danego emitenta. Należy jednak podkreślić, że KDPW pokazuje outstanding NPD w RZE w ujęciu jednostkowym (nominały NPD spółek zależnych nie wliczają się do NPD spółek-matek).

było unijne Rozporządzenie Prospektowe (UE 2017/1129), zasadniczo stosowane już od 21 lipca 2019 r. Zgodnie z Rozporządzeniem Prospektowym ofertą publiczną jest każda oferta papierów wartościowych (w tym obligacji) kierowana do min. 2 inwestorów²⁷. Ponadto zasadniczo papiery wartościowe mogą być przedmiotem oferty publicznej w UE jedynie po publikacji i zatwierdzeniu przez organ nadzoru prospektu emisyjnego. Jednym z najważniejszych wyjątków od tej reguły²⁸ jest możliwość oferowania papierów wartościowych bez prospektu do mniej niż 150 inwestorów (innych niż kwalifikowani²⁹). W Polsce ograniczono jednak ten tryb wyłącznie do mniej niż 150 inwestorów niekwalifikowanych rocznie, a po przekroczeniu tego limitu emitent musi opublikować memorandum informacyjne, które zatwierdza KNF³⁰. Ponadto nowelizacja ustawy o obligacjach z 16 października 2019 r. umożliwiła obrót obligacjami, które nie zostały w pełni wykupione przez emitenta w terminie wskazanym w warunkach emisji obligacji czy papierów dłużnych („WEO”)³¹. Obie te zmiany (limit 149 osób rocznie + możliwość sprzedaży niewykupionych obligacji) były związane z tzw. „pełzającymi emisjami” spółki Getback oraz jej upadłością.

Obligacyjny „Warzywniak” – 2023 r.

Kolejne zaostrenie prawa NPD nastąpiło 29 września 2023 r., gdy weszła w życie większość przepisów Ustawy z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. 2023, poz. 1723). Prawnicy nazywają ustawę „Warzywnikiem” z uwagi na to, że zmieniła aż 41 innych ustaw, obejmujących na zasadzie „od Sasa do Lasa” m.in. rynek kapitałowy, prawo upadłościowe oraz Straż Graniczną. O ile ustawa o wzmocnieniu nadzoru z 2018 r. objęła głównie emitentów, o tyle „Warzywniak” dotknął także potencjalnych inwestorów. Oficjalnym celem było bowiem m.in. usprawnienie funkcjonowania instytucji rynku finansowego oraz ochrona klientów tych instytucji poprzez m.in. podniesienie minimalnego progu zapisu i udostępnienie inwestorowi kolejnych dokumentów (EY, 2023).

„Warzywniak” wprowadził m.in. ograniczenie sprzedaży klientom detalicznym (będących osobami fizycznymi) NPD, które nie są albo nie mają być przedmiotem wniosku o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub wniosku o wprowadzenie do ASO. Innymi słowy, jeżeli obligacje nie będą publicznie notowane, a mają je nabywać osoby fizyczne, to ich nominal powinien wynosić min. 40 tys. euro (lub ekwiwalent w innych walutach). Ustawodawca założył, że podnosząc nominal obligacji

²⁷ Według dotychczasowych przepisów ustawy o ofercie, ofertą publiczną papierów wartościowych nazywano ofertę kierowaną do więcej niż 149 inwestorów.

²⁸ Oferty prowadzone w ramach tych wyjątków określa się jako „emisje bezprospektowe”.

²⁹ W przypadku oferowania papierów wartościowych wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych, tj. w szczególności instytucji finansowych (klasyfikowanych zgodnie z MIFID II jako inwestorzy profesjonalni oraz uprawnieni kontrahenci), zgodnie z art. 1 ust. 4 Rozporządzenia Prospektowego nie trzeba publikować prospektu.

³⁰ Obecnie brzmienie art. 3 ust 1a ustawy o ofercie publicznej stanowi, że memorandum informacyjne musi być przekazane KNF w dniu jego publikacji (Dz.U. 2024, poz. 620).

³¹ W art. 3 ustawy o obligacjach przywrócono możliwość przenoszenia praw z obligacji po określonym w warunkach emisji terminie spłaty, której emitent w pełni nie wykonał. Jednocześnie praw tych nie można przenosić na klienta detalicznego w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie. W praktyce, jeżeli emitent nie spłaci w terminie obligacji, to obligatariusz będzie mógł je sprzedać, ale tylko do instytucji finansowej.

ograniczy grupę docelową (czyli potencjalnych inwestorów)³² do osób bardziej zamożnych, a przez to teoretycznie bardziej świadomych ryzyka związanego w inwestowaniem w nienotowane papiery.

„Warzywniak” narzucił też kolejne obowiązki na emitentów obligacji, m.in.:

- Osoby fizyczne muszą nabywać obligacje za pośrednictwem firm inwestycyjnych.
- Emitenci obligacji muszą podawać w propozycjach nabycia także informacje o zadłużeniu grupy kapitałowej, jeżeli emitent do takiej grupy należy.
- Emitenci niepublicznych obligacji, którzy nie są spółkami publicznymi, muszą publikować na stronie internetowej roczne zaudytowane sprawozdania finansowe oraz dodatkowo deponować ich papierowe wydruki (!) u agenta dokumentacyjnego.
- Emitenci muszą (najpierw przed emisją w propozycji nabycia NPD, a potem co roku aż do wykupu w sprawozdaniu finansowym) wskazywać (dla siebie i swojej grupy kapitałowej) prognozowane wartości zobowiązań finansowych oraz ich procentowe udziały w pasywach³³, przy czym po emisji prognozy te muszą być również drukowane i deponowane u agenta dokumentacyjnego (bez względu na notowanie papierów!).
- Emitenci muszą w sprawozdaniach finansowych wyjaśnić istotne różnice między ww. prognozami swoich zobowiązań finansowych (ex ante) a ostatecznymi wynikami w sprawozdaniach finansowych (post factum).
- Emitenci i ich jednostki dominujące muszą oświadczać przed emisją NPD, że informacje przekazane przez emitenta do RZE są (według ich najlepszej wiedzy) kompletne i aktualne.

„Warzywniak” wzbudził liczne wątpliwości wśród prawników. Jedną z nich jest brak przepisów intertemporalnych utrudniający stwierdzenie, czy przepisy obejmują także NPD wyemitowane przed 29 września 2023 r. Dyskusyjne pod kątem celowości i ekologii są obowiązki drukowania i deponowania wybranych dokumentów u agenta dokumentacyjnego, mimo iż dotychczas taki wymóg rodził się niezmiernie rzadko (np. przy zmianie WEO niezapadłych NPD). Obowiązkowe publikowanie rocznych sprawozdań finansowych na stronie internetowej emitenta poprawia transparentność rynku³⁴, lecz prawdopodobnie pojawią się przypadki ograniczania dostępności tych danych poprzez dodatkowe logowanie na stronie emitenta (zatwierdzane ręcznie przez emitenta). Ponadto emitenci publicznie notowanych NPD, podlegający obowiązkowi raportowania z Rozporządzenia MAR (Rozporządzenie 2017/1129), niechętnie publikują swoje prognozy finansowe, a „Warzywniak” ich do tego de facto zmusza.

³² Jest to określona grupa nabywców instrumentu finansowego, z których potrzebami, cechami lub celami instrument finansowy jest zgodny, niezależnie od sposobu nabycia lub objęcia przez nich tego instrumentu, zob. art. 83b ust. 10 Ustawy o obrocie (Dz.U. 2024, poz. 722).

³³ Dotychczas (w poprzednim brzmieniu art. 35 ustawy o obligacjach) taki obowiązek był spełniany za pomocą ogólnych, umieszczanych przez emitenta w propozycji nabycia instrumentu dłużnego, sformułowań określających perspektywę kształtowania się zobowiązań emitenta aż do czasu wykupu papierów, np. „zobowiązania emitenta będą kształtować się na poziomie umożliwiającym wypełnianie wszystkich zobowiązań z obligacji”.

³⁴ Obowiązek deponowania rocznych sprawozdań finansowych w rejestrze sądowym wynika z art. 69 ustawy o rachunkowości (Dz.U. 2023, poz. 120) i są one publicznie dostępne poprzez stronę https://ekrs.ms.gov.pl/rdf/pd/search_df, jednak nie wszyscy inwestorzy o tym wiedzą a dokumenty tam zamieszczone bywają nieprzystępne z uwagi na formę techniczną (plik XML).

Rozporządzenie Ministra Finansów – dodatkowe informacje przekazywane do KDPW – 2024 r.

Dopełnieniem „Warzywniaka” stało się Rozporządzenie Ministra Finansów z 22 marca 2024 r. w sprawie dodatkowych informacji przekazywanych KDPW przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych (Dz.U. 2024, poz. 472). Rozporządzenie obowiązujące od 30 maja 2024 r. nakazuje, by w czasie rejestracji papierów przekazywać do KDPW takie informacje jak m.in. liczbę i maksymalną cenę zaoferowanych papierów wartościowych, tryb oferowania, okres subskrypcji i przydziału NPD, docelowy rynek notowań (jeśli dotyczy), datę zatwierdzenia prospektu albo informację o braku takiego obowiązku.

Co ciekawe, ww. rozporządzenie objęło również obligacje komunalne, mimo że jest ich liczbowo dużo więcej niż papierów korporacyjnych, kupują je wyłącznie instytucje finansowe, a ryzyko tych papierów jest porównywalne z papierami skarbowymi. Zastanawiający jest również fakt, że nowe obowiązki objęły też papiery notowane, tymczasem powyższy katalog informacji (m.in. czas trwania oferty, ilu inwestorów kupiło obligacje oraz jakie były koszty emisji) można łatwo znaleźć w dokumentach i notach informacyjnych, publikowanych przez emitentów na stronach GPW Catalyst (GPW Catalyst, n.d.). Pojawia się zatem pytanie o sens dublowania tych informacji już przy emisji.

Nowe informacje o ofertach NPD raczej nie będą przydatne dla inwestorów detalicznych (os. fizycznych), ale mogą być użyteczne dla Urzędu KNF, który w ten sposób zyska nowe narzędzie do monitorowania emisji obligacji kierowanych do osób fizycznych – a takie oferty, w kontekście wspomnianych przypadków missellingu, mogą budzić pewne obawy nadzoru. Urząd KNF wychodzi bowiem z założenia, że inwestorzy instytucjonalni dysponują profesjonalnym doświadczeniem i wiedzą, świadomie podejmują ryzyko inwestycyjne i dlatego nie ma szczególnej potrzeby kontroli sprzedaży NPD kierowanych tylko do nich.

Efektem nowych regulacji, szczególnie „Warzywniaka” i Rozporządzenia MF, jest zwiększenie rygoru oferowania NPD w trybie „omijającym” KNF do inwestorów detalicznych, których udział w rynku pierwotnym jest wartościowo bardzo niewielki w stosunku do inwestorów instytucjonalnych. Skupiając się na ochronie niewielkiej grupy inwestorów detalicznych znacząco zwiększono wymogi oferowania NPD dla całego rynku. Szerokie oferowanie obligacji osobom fizycznym powinno być poprzedzone publikacją prospektu emisyjnego (zatwierdzonego przez KNF) albo memorandum informacyjnego (przesłanego do wiadomości KNF), co jest jednak procesem długim, kosztownym i stosunkowo krótkotrwałym, ponieważ ważność ww. dokumentów (zgodnie z Rozporządzeniem Prospektowym) nie może być dłuższa niż 12 miesięcy, a zatwierdzenie prospektu emisyjnego przez KNF trwa nawet 9 miesięcy (Zatoński, 2024)³⁵, a dopiero wtedy można rozpocząć marketing emisji, edukację inwestorów i właściwe oferowanie. O ile obecne przepisy istotnie ograniczają ryzyko

³⁵ Stosunkowo długi czas akceptacji prospektów emisyjnych przez KNF jest jednym z problemów polskiego rynku NPD. Przykładowo, w Luksemburgu trwa to ok. 1–2 miesiące, por. Zatoński (2024).

missellingu³⁶, o tyle zmiany wynikające z Warzywniaka i Rozporządzenia MF w praktyce uniemożliwiają szerokie oferowanie papierów dłużnych klientom detalicznym w czasie krótszym niż po pół roku.

Regulacyjna ochrona inwestorów detalicznych a prawa rynku

Aby w pełni zrozumieć istotę zaostrzania przepisów prawa obligacji warto ustalić, dlaczego inwestorzy detaliczni zostali objęci szczególną ochroną. Cechą papierów dłużnych, która przyciąga inwestorów detalicznych, są określone z góry zasady wypłaty konkretnych pożytków (np. odsetek) z tych instrumentów. Dzięki tej cesze, pomijając ryzyko stóp procentowych³⁷, inwestor może oszacować przyszłe strumienie pieniężne (wartości pożytków) z papierów dłużnych, czego nie można tak łatwo zrobić dla instrumentów udziałowych (np. akcji i instrumentów udziałowych, *equity*).

Ponadto w Polsce większość NPD ma oprocentowanie zmienne oparte na WIBOR i stałą marżę, co zwykle oznacza oprocentowanie wyższe od lokat bankowych, z którymi to papiery dłużne, właśnie ze względu na ustalone z góry zasady wypłaty pożytków, są często porównywane. Porównując rentowność lokat bankowych i obligacji korporacyjnych inwestorzy detaliczni, samodzielnie lub za namową osób trzecich, podejmując decyzję inwestycyjną przywiązują niedostateczną wagę do ryzyka kredytowego emitenta, w szczególności jaki ma standing finansowy i na ile jest pewne, że wypełni warunki emisji papierów dłużnych.

Ukształtowana m.in. przez skutki missellingu doktryna zakłada, że inwestor detaliczny dysponuje ograniczoną wiedzą, nie rozumie w pełni w co inwestuje i jest podatny na sugestie pracowników dystrybutorów instrumentów finansowych, zwanych do niedawna „doradcami” (dziś raczej „specjalistami ds. obsługi” lub „bankierami klienta”), których nieetyczne zachowania wynikały w dużej mierze z nieprawidłowo skonstruowanych systemów premialnych, sprzyjających sprzedaży nadmiernie ryzykownych produktów nieodpowiednim klientom (Królikowska & Martysz, 2023: 141). Wpływanie przez przedstawicieli dystrybutorów na decyzje inwestycyjne inwestorów detalicznych w istotny sposób ograniczono regulacyjnie za sprawą obowiązującej od 3 stycznia 2018 r. dyrektywy MIFID II (2014/65/UE), która m.in. doprecyzowała zasady badania wiedzy inwestorów, zanim będzie się im oferować ryzykowne instrumenty. Badania wykazały, że implementacja przepisów MIFID II wzmocniła ochronę klientów detalicznych, ale głównie w drodze istotnego ograniczenia oferty instrumentów finansowych (Martysz, Dąbrowski & Kocel, 2022). MIFID II narzucił również obowiązek monitorowania przez dystrybutora obligacji sytuacji kredytowej emitentów tych papierów.

³⁶ Uczestnicy debaty z okazji 15-lecia rynku Catalyst podkreślali m.in., że zaostrzenie regulacji doprowadziło do selekcji emitentów, poprawy jakości rynku i wyłączenia z rynku wielu nieprofesjonalnych podmiotów, dzięki czemu wzrosło bezpieczeństwo inwestowania w obligacje korporacyjne (Zatoński, 2024).

³⁷ Ryzyko (zmiany) stóp procentowych może wpłynąć zarówno na rynkową wycenę papierów dłużnych jak i wartość przyszłych pożytków z obligacji zmiennokuponowych (w związku ze zmianą wartości indeksu bazowego, np. WIBOR3M). Dla inwestora zamierzającego trzymać papiery dłużne do zapadalności, który nie musi wyceniać bieżąco papierów według cen rynkowych, ryzyko zmiany ceny papierów jest pomijalne.

Zasadniczo ankiety MiFID spowodowały, że inwestorzy (a zwłaszcza klienci banków), którzy zgodnie z wynikiem ankiety nie akceptują wysokiego ryzyka inwestycyjnego i chcieliby pozostać przy lokatach bankowych lub funduszach pieniężnych, nie powinni otrzymać od instytucji finansowej oferty nabycia obligacji (ew. akcji czy innych ryzykownych instrumentów), chyba że ci inwestorzy sami o takie instrumenty poproszą. Tu jednak pojawiają się dwa problemy. Po pierwsze, przypisanie inwestora do określonej grupy docelowej zależy głównie od konstrukcji (trudności) ankiety MIFID, tworzonej samodzielnie przez dystrybutora. W skrajnym scenariuszu, inwestor nie posiadający gruntownej wiedzy ekonomicznej lub nie akceptujący ryzyka utraty 100% aktywów nie będzie mógł w ogóle inwestować w papiery dłużne (nawet obligacje skarbowe!). Po drugie, KNF dodatkowo (ponad przepisy MIFID II) zaleciła bankom, by te nie oferowały proaktywnie obligacji korporacyjnych klientom, którzy zgromadzili aktywa mniejsze niż 100 tys. EUR (lub równowartość w PLN) (KNF, 2018). W tej sytuacji bankowe biura maklerskie nie powinny kierować ofert nabycia NPD nawet do mniej zamożnych klientów banków z własnej grupy kapitałowej, dla których obligacje korporacyjne (według wyników ankiety MiFID II) prezentują akceptowalne ryzyko inwestycyjne. Z powodu tych ograniczeń można sądzić, że emisje obligacji korporacyjnych przeznaczone dla inwestorów indywidualnych częściej będą prowadzone przez niezależne domy maklerskie, gdzie ryzyko missellingu jest mniejsze³⁸ niż w grupach bankowych. W skrajnym scenariuszu może dojść do dalszej profesjonalizacji rynku, gdy obligacje korporacyjne będą oferowane wyłącznie inwestorom profesjonalnym (np. funduszom inwestycyjnym) (Szweda, 2018).

Ponadto Sąd Najwyższy 18 lipca 2019 r. (I CSK 587/17)³⁹ *de facto* rozszerzył zakres dotychczasowej ochrony inwestorów detalicznych, uznając ich za konsumentów. Wzbudziło to liczne kontrowersje wśród prawników. Perspektywa zysków nieraz skłania inwestora do świadomego podejmowania ryzykownych decyzji inwestycyjnych (prowadzących nawet do utraty całego kapitału), przed jakimi chroniono by konsumenta. Inwestor powinien przede wszystkim otrzymać rzetelne i pełne informacje o nabywanych produktach oraz zapewnienie, że te produkty są dla niego adekwatne. Jeżeli inwestora detalicznego zrównamy natomiast z konsumentem, tak jakby kupował telewizor, to nie powinniśmy mu w ogóle oferować ryzykownych instrumentów finansowych. Nie można zatem stawiać znaku równości między oszczędzaniem a inwestowaniem i za wszelką cenę chronić inwestorów przed ryzykiem inwestycyjnym, ponieważ wypacza to istotę rynku finansowego zgodnie z zasadą „im większe ryzyko tym wyższy zysk” (Wierzbowski & Róg-Dyrda, 2020). Podnoszenie wymogów regulacyjnych – wobec braku edukacji i wiedzy o rynku – i tak nie uchroni konsumentów przed błędami oraz ryzykiem

³⁸ Klienci niezależnego domu maklerskiego nie szukają w jego ofercie depozytów lecz świadomie preferują instrumenty o wyższym ryzyku inwestycyjnym.

³⁹ Zgodnie z uzasadnieniem wyroku Sądu Najwyższego, osoba fizyczna samodzielnie zarządzająca swoim majątkiem przez inwestowanie posiadanych środków (oszczędności) w instrumenty finansowe (w tym nabywanie oraz sprzedaż akcji i udziałów) w celu niezwiązanym bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą lub zawodową jest konsumentem. Bez znaczenia dla przyznania danej osobie statusu konsumenta ma cel podjętej czynności (np. osiągnięcie zysku, pomnożenie majątku, odniesienie korzyści podatkowych, konsumpcja na emeryturze, pozostawienie majątku spadkobiercom), jak też jej zasobność i skala inwestowanych środków, a także jej kompetencje merytoryczne, doświadczenie i skala podejmowanego ryzyka inwestycyjnego.

inwestycyjnym. Ustawodawca i orzecznictwo skupiają się na próbie ochrony inwestorów detalicznych (będących osobami fizycznymi) za wszelką cenę i przerzucaniu odpowiedzialności na podmioty instytucjonalne, ponieważ silniejsza ochrona jednej strony stosunku przerzuca odpowiedzialność na drugą stronę (Wierzbowski & Róg-Dyrda, 2020).

Czasem w dyskusji na temat ochrony inwestorów pojawiają się też dość oryginalne pomysły, aby stworzyć fundusz wypłacający rekompensaty osobom inwestującym w obligacje korporacyjne, których emitenci później upadają. Ankietowani dostrzegają absurd tego typu rozwiązań opartych na pokusie nadużycia (*moral hazard*), które stoją w sprzeczności z fundamentalną zasadą ekonomii, że zysk bez ryzyka nie istnieje (Martysz & Rakowski, 2021). Upadłości emitentów obligacji korporacyjnych są statystycznie nieuniknione – to naturalne oczyszczanie się rynku finansowego z jego najsłabszych uczestników. Nawet najbardziej rygorystyczne regulacje nigdy nie wyeliminują ryzyka kredytowego, bo upadłości zawsze będą naturalnym elementem gospodarki rynkowej, którego nie da się całkowicie wyłączyć, gdyż będzie to prowadzić m.in. do pokus nadużycia i nieefektywności.

Ratingi i wsparcie analityczne rynku NPD

NPD są „tylko” instrumentem finansowym – narzędziem finansowania się emitenta, dlatego to właśnie emitent powinno podlegać badaniu ekonomiczno-finansowemu, a dopiero w dalszej kolejności warunki emitowanych przez niego papierów dłużnych. Trzeba się zatem skupić nie na instrumencie, lecz na emitencie – jego biznesie, wiarygodności, sprawozdaniu finansowym, ratingu czy opisujących go profesjonalnych raportach. Ponadto kluczem do mitygacji ryzyka zainwestowania w instrumenty upadłego emitenta, statystycznie trudnej do całkowitego wyeliminowania, jest odpowiednia dywersyfikacja portfela oraz selekcja emitentów o najniższym ryzyku kredytowym.

Istotnym wsparciem w ocenie ryzyka kredytowego są ratingi inwestycyjne⁴⁰, których na polskim rynku obligacji nadano niewiele. O ile praktyką rynkową jest przyznawanie oceny ratingowej euroobligacjom⁴¹, o tyle w przypadku emitowanych w Polsce obligacji złotych takiej praktyki już nie ma, a cały ciężar badania analitycznego spoczywa na inwestorach. Jednym z postulatów Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego jest automatyzacja znacznej części procesu przeprowadzania analiz, poszerzenie danych wejściowych w celu objęcia analizą big data, wykorzystanie współpracy z podmiotami branży Fintech oraz skupienie się analityków na bardziej jakościowych aspektach, co pozwoli poszerzyć zakres badanych spółek i zwiększy tym samym pokrycie analityczne (SRRK, 2019: 59). Upowszechnienie ratingów dla emitentów papierów dłużnych, a nawet dla poszczególnych papierów, powinno przynajmniej częściowo odciążyć procesy analityczne inwestorów, dając im narzędzie do łatwiejszej oceny ryzyka kredytowego (Tychmanowicz, 2024) lub chociaż umożliwić

⁴⁰ Jedną z najpopularniejszych skali ratingowych stosuje agencja ratingowa S&P, gdzie AAA oznacza najwyższy rating, BBB – najniższy rating inwestycyjny (*investment grade*), BB+ najwyższy rating instrumentów podwyższonego ryzyka (zwanymi potocznie „śmieciowymi”, *junk*) oraz D, czyli najniższy rating oznaczający de facto upadłość emitenta, więcej zob. Investthink (n.d.).

⁴¹ Euroobligacja to obligacja denominowana w walucie innej niż waluta kraju, w którym została wyemitowana.

preselekcję papierów do portfela. Obecnie na rating mogą sobie pozwolić jedynie najwięksi emitenci z uwagi na koszty jego wydania, które stają się racjonalne jedynie przy stosunkowo dużych wartościach emitowanych serii.

Ciekawą inicjatywą z głównego rynku giełdowego GPW jest Program Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0 (PWPA), polegający na sporządzaniu przez firmy inwestycyjne finansowanych przez GPW raportów analitycznych (GPW, 2023). Celem Programu jest zwiększenie dostępności analiz dla mniej płynnych spółek i umożliwienie inwestorom podejmowanie bardziej świadomych decyzji inwestycyjnych w oparciu o wiarygodne, niezależne źródło informacji o emitencie. Warto rozważyć rozszerzenie tego programu na dłużne papiery wartościowe notowane na GPW Catalyst.

W Polsce nie ma już agencji ratingowej spoza tzw. „wielkiej trójki” (S&P, Fitch, Moody’s), która może nadawać publiczne oceny kredytowe⁴². Ostatnią taką agencją była spółka Eurorating, która w czerwcu 2024 r. utraciła zezwolenie ESMA na własny wniosek. Powodem tej decyzji były m.in. rosnące wymogi regulacyjne i koszty działania, przy jednoczesnym braku popytu na ratingi ze strony emitentów obligacji korporacyjnych (Obligacje.pl, 2024). Argumenty te sugerują konieczność finansowania działalności ratingowej przez państwo⁴³, z korzyścią zarówno dla emitentów jak i inwestorów. Jedną z takich inicjatyw był stworzony przez GPW w 2014 r. Instytut Analiz i Ratingu (IAiR), przekształcony w 2017 r. przy udziale Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR) oraz Biura Informacji Kredytowej (BIK) w Polską Agencję Ratingową (PAR). Agencja miała zająć się gromadzeniem i udostępnianiem informacji o ryzyku kredytowym emitentów obligacji, a korzystać z niej miały małe i średnie firmy, których nie stać na zakup ocen wiarygodności kredytowej od światowych agencji wspomnianej „wielkiej trójki”. ESMA nie wpisała jednak PAR do rejestru⁴⁴ (Analizy.pl, 2019). Powodem była m.in. obawa o niską jakość wydawanych ocen wiarygodności kredytowej, co miało wynikać z niepewności co do odporności PAR na naciski polityczne (Analizy.pl, 2019). W marcu 2025 r. akcjonariusze PAR zdecydowali o jej likwidacji (Obligacje.pl, 2025b).

Inne propozycje rozwojowe rynku NPD

Zdaniem Izabeli Olszewskiej, byłej członkini zarządu GPW, polski rynek kapitałowy jako źródło finansowania spółek „tradycyjnej” ekonomii podlega dużej konkurencji ze strony banków – „kapitał w bankach jest ogromny, chętnie finansuje spółki i ubankowienie z tego punktu widzenia jest bardzo duże” (Parkiet, 2024). Potwierdzają to doświadczenia zawodowe autora, że wielu potencjalnych emitentów NPD (zwłaszcza z „ubankowionych” branż, innych niż sektor deweloperski⁴⁵), woli

⁴² Agencja ratingowa musi być zarejestrowana przez ESMA, aby mogła wydawać publiczne ratingi kredytowe w UE. Bez spełnienia tego wymogu agencja może przygotowywać jedynie prywatne oceny, które nie podlegają publikacji.

⁴³ Praktyką rynkową jest, że koszty sporządzenia ratingi ponoszą emitenci instrumentów finansowych.

⁴⁴ <https://www.esma.europa.eu/credit-rating-agencies/cra-authorisation>

⁴⁵ Pod względem wartości emisji deweloperzy są drugim sektorem po bankach na rynku publicznie notowanych papierów dłużnych (Catalyst) (Nwai, 2024). Wynika to głównie z faktu, że obligacje są dla deweloperów stosunkowo elastyczną formą finansowania w stosunku do finansowania bankowego, które opiera się bardziej na finansowaniu projektowym (tj. pod konkretną inwestycję) a nie korporacyjnym (tj. udzielanym na ogólne cele) i wymaga przeważnie zabezpieczenia. Ponadto nie wszystkie banki finansują deweloperów mieszkaniowych za pomocą tzw. otwartych rachunków powierniczych.

finansować się w banku zamiast emitować NPD. Dzieje się tak przede wszystkim z uwagi na dostępność stosunkowo taniego finansowania pochodzącego z nadpłynnego sektora bankowego, bilateralny charakter finansowania kredytowego (vs NPD)⁴⁶ oraz relatywnie szybszy proces pozyskiwania finansowania bankowego w stosunku do emisji NPD.

W ocenie autora rozwiązanie tego problemu leży bardziej po stronie popytowej aniżeli podaźowej, tzn. wzrost zainteresowania inwestorów papierami dłużnymi, także w obliczu malejących rentowności lokat i produktów inwestycyjnych oferowanych przez banki, powinien zwiększyć popyt inwestorów na instrumenty dłużne i tym samym wzmocnić presję na spadek marż nowo emitowanych obligacji⁴⁷, a to zaś powinno przyciągnąć na rynek papierów dłużnych nowych emitentów, którzy dotychczas korzystali głównie z finansowania bankowego. Ponadto większe zainteresowanie inwestorów detalicznych obligacjami pozwoli jeszcze bardziej obniżyć marże kolejnych emisji i przyciągać jeszcze więcej emitentów, ale tu jednak kluczowymi przeszkodami są długi proces emisji prospektowej oraz wspomniany już „bezpiecznik” w postaci MIFID II i rekomendacji KNF, zniechęcający banki do promowania NPD wśród klientów swoich biur maklerskich (w ramach jednej grupy kapitałowej), a to otwiera możliwości niebankowym domom maklerskim.

Innym ważnym czynnikiem hamującym potencjalnych nowych emitentów obligacji są obowiązki informacyjne dla emitentów notowanych obligacji, w szczególności raportowanie zgodnie z Rozporządzeniem MAR⁴⁸. Wyzwaniem jest także konieczność wdrożenia standardów korporacyjnych odpowiednich dla spółek publicznych. Od tych wymogów trudno jednak uciec tym bardziej, że dla wielu inwestorów instytucjonalnych notowanie papieru jest warunkiem koniecznym – m.in. ze względu na większą transparentność emitenta i publiczny dostęp do wielu danych o spółce, możliwość wyceny papieru na rynku wtórnym oraz z uwagi na ograniczoną możliwość inwestowania w nienotowane papiery (wymuszone przepisami prawa, statutem funduszu lub jego wewnętrzną polityką inwestycyjną).

Ponadto stymulowanie rynku kapitałowego powinno odbywać się m.in. poprzez zachęty fiskalne⁴⁹ (Parkiet, 2024). Co ciekawe, SRRK zawiera postulaty zachęt podatkowych dla inwestorów takich jak (i) kompensacja zysków kapitałowych i strat⁵⁰, (ii) obniżenie opodatkowania dywidendy⁵¹

⁴⁶ Potencjalni emitenci podkreślają, że negocjowanie warunków finansowania bankowego (a szczególnie jego ew. późniejszej zmiany) jest łatwiejsze niż strukturyzacja i rozliczenie emisji obligacji (oraz ewentualne zmiany tych warunków emisji), mimo iż teoretycznie obligacje dają możliwość dowolnego kształtowania warunków emisji a także unikanie zabezpieczeń typowych dla finansowania bankowego (np. cesja z rachunków, hipoteka, weksle itp.), co jednak wiąże się z wyższą marżą obligacji w stosunku do kredytów bankowych.

⁴⁷ Rosnący popyt inwestorów prowadzi do redukcji zapisów w kolejnych emisjach oraz spadku rentowności obligacji na rynku wtórnym, a to skłoni emitentów do dalszego obniżania maksymalnej akceptowanej marży papierów, zwiększając atrakcyjność finansowania obligacyjnego w stosunku do finansowania bankowego.

⁴⁸ Chodzi w szczególności o podawanie informacji poufnych do wiadomości publicznej (MAR, art. 17) oraz raportowanie transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze (MAR, art. 19).

⁴⁹ W Ogólnopolskim Badaniu Inwestorów 2023 ankietowani jako drugą największą słabość rynku kapitałowego (46,1%) wskazywali właśnie podatek od zysków kapitałowych (SII, 2023a).

⁵⁰ Chodzi o możliwość rocznego rozliczania dochodów i strat z inwestycji w fundusze kapitałowe łącznie z dochodami i stratami w inne inwestycje kapitałowe. Obecnie taka możliwość nie dotyczy papierów dłużnych, gdzie podatek jest potrącany automatycznie przy wypłacie odsetek.

⁵¹ Chodzi o obniżenie podatku od dywidendy z 19 do 9% dla zysków od inwestycji kapitałowych utrzymywanych przez okres dłuższy niż 36 miesięcy, jednak postulat ten można byłoby rozszerzyć na podatek z pożytków od obligacji utrzymywanych na rachunku przez pewien czas (np. 3 lata).

oraz (iii) zmiana sposobu opodatkowania odsetek od obligacji⁵², jednak tylko ostatni z nich dotyczył obligacji i ostatecznie wszedł w życie od początku 2024 r., likwidująca niesprawiedliwie wysoką wartość podatku w stosunku do czasu posiadania papieru⁵³ (Migras & Sobieski, 2023). Jednoczesne wprowadzenie zachęt podatkowych dla emitentów obligacji (np. zwiększając efekt tarczy podatkowej) nie wydaje się jednak złym pomysłem, tym bardziej, że niektóre banki organizujące emisje obligacji również kupują takie papiery na swoje książki, więc mogłyby aktywnie wspierać potencjalnych emitentów w „przesunięciu” się z rynku kredytowego na rynek obligacyjny, nie ponosząc przy tym istotnych strat wynikających z utraty aktywów (brak udzielanych kredytów).

W związku z reformą podatkową zwaną "Polskim Ładem", od 1 stycznia 2023 r. zaczęły obowiązywać nowe przepisy, które przerzuciły z instytucji finansowych na inwestorów obowiązek zapłaty podatku od odsetek wypłacanych przez niektóre typy obligacji i listów zastawnych. W związku z niejasnościami, Biuro Maklerskie Alior Banku zwróciło się do Krajowej Informacji Podatkowej („KIP”) o interpretację tych przepisów. Odpowiedź dyrektora KIP wywołała zamieszanie na rynku obligacji, a część brokerów zaprzestała w połowie 2023 r. pobierać zryczałtowanego podatku dochodowego od pożytków z wybranych papierów dłużnych⁵⁴, wymuszając na inwestorach samodzielne rozliczenie tych dochodów z organem podatkowym. Ostatecznie, w związku z kolejnymi zmianami w prawie podatkowym, od 2024 r. rozliczenia podatkowe z tytułu odsetek i dyskonta z obligacji będą odbywać się tak jak przed 2023 r. (SII, 2023b), ale część inwestorów będzie musiała samodzielnie rozliczyć podatek za 2023 r.

30 września 2024 r. na GPW zorganizowano debatę z okazji 15-lecia uruchomienia giełdowego systemu obrotu obligacjami Catalyst. Jej uczestnicy wskazywali głównie na takie problemy jak wspomniana już konieczność upowszechnienia ratingów, przyspieszenie rejestracji NPD w KDPW⁵⁵, skrócenie czasu akceptacji prospektu emisyjnego przez KNF, standaryzacja dokumentacji emisyjnej (głównie pod kątem inwestorów drobnych i zagranicznych)⁵⁶ a także zwiększenie płynności rynku w drodze animacji (Zatoński, 2024; Tychmanowicz, 2024).

⁵² Chodzi o zmianę obowiązującego sposobu opodatkowania odsetek od obligacji w sposób, który zapewni analogiczny poziom opodatkowania niezależnie od tego, czy inwestor nabywa obligacje na rynku pierwotnym czy wtórnym.

⁵³ Obecnie wartość odsetek zapłaconych przy nabyciu papieru dłużnego będzie pomniejszała podstawę opodatkowania z tytułu wykupu. Oznacza to, że wraz z wykupem obligacji przez emitenta (zapadalnością), przy ustalaniu dochodu będą już uwzględnione wydatki na nabycie obligacji, dzięki czemu dochód będzie pomniejszany o odsetki zapłacone przy zakupie na rynku wtórnym. Jest to rozwiązanie niesprawiedliwej sytuacji, widocznej szczególnie tuż przed płatnością kolejnego kuponu odsetkowego, w której inwestor nabywając obligacje na rynku wtórnym najpierw (w ramach zapłaty ceny brudnej) płaci sprzedającemu wartość już narosłych odsetek (od dnia ostatniej wypłaty kuponu) a następnie (przy najbliższej wypłacie kuponu) jest mu zabierany podatek za cały okres odsetkowy (czyli także za okres, w którym inwestor nie miał papieru i nie czerpał z niego korzyści).

⁵⁴ W przypadku NPD chodziło o papiery o min. rocznym terminie wykupu, które dopuszczono do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzono do alternatywnego systemu obrotu, i które wyemitowano po 31.12.2018.

⁵⁵ Chodzi o skrócenie ok. 2 tygodniowego okresu między zamknięciem książki popytu a rozliczeniem emisji i rejestracją NPD w KDPW w trybie DvP, co według uczestników debaty powinno trwać 3 dni (Zatoński, 2024).

⁵⁶ Referowano tu do europejskiego standardu emisji EMTN, który oznacza emisję NPD w przeciągu kilku dni od oficjalnego rozpoczęcia oferowania papierów. Tymczasem w Polsce poszczególni organizatorzy emisji papierów dłużnych mają swoje własne formaty dokumentów, a w dodatku wielu emitentów negocjuje indywidualne zapisy w WEO. Zrozumienie niewystandaryzowanej dokumentacji emisyjnej wymaga od inwestorów (szczególnie zagranicznych, przyzwyczajonych do standardu EMTN) większej uwagi.

Cechy rynku obligacji a płynność obrotu

Korzystne dla rozwoju rynku NPD, szczególnie z punktu widzenia inwestorów indywidualnych, mogłoby być zwiększenie płynności obrotu poprzez upowszechnienie animacji⁵⁷. Rynek obligacji nigdy nie będzie tak płynny jak rynek akcji, co wynika ze specyficznych cech obligacji jako instrumentu finansowego. Po pierwsze, spółka publiczna może mieć kilka serii akcji, które po wprowadzeniu do notowań mają wspólny kod ISIN i nie zapadają (tak jak obligacje). Spółka może jednak wyemitować nawet kilkanaście serii obligacji różniących się choćby terminem zapadalności czy wysokością kuponu⁵⁸, które zwykle są notowane oddzielnie⁵⁹. Po drugie, obligacje mają określone z góry zasady wypłaty pożytków (np. odsetek)⁶⁰, co częściej (niż w przypadku akcji) skłania inwestorów do trzymania ich w portfelu nawet do zapadalności (na zasadzie „buy&hold”). Po trzecie, w Polsce na dzień 30.06.2024 r. (według nominału) 34,2% rynku NPD (a core-NPD aż 76,9% – tabela 5) miało zmienne oprocentowanie, co samo w sobie zmniejsza (choć nie całkowicie) możliwości zarabiania na zmianach stóp procentowych, dodatkowo obniżając motywację inwestorów do obracania NPD i stymulowania płynności obrotu.

Akcjami z natury handluje się zatem częściej, ponieważ tam głównym źródłem dochodu (pomijając dywidendy) jest zmienność cen (kursów). Dużo wyższa liczba serii obligacji o niższym łącznym nominale (per seria) warunkuje zatem z definicji niższą płynność obrotu (w stosunku do rynku akcji), a uwzględniając fakt, że nominalnie tylko połowa NPD jest publicznie notowana, to dominującą formą handlu (tak w Polsce jak i na świecie) są transakcje pozagiełdowe (OTC), zawierane za pośrednictwem brokerów wyszukujących konkretnych papierów. Z punktu widzenia inwestora detalicznego, największą płynność obrotu mają zaś detaliczne emisje prospektowe, charakteryzujące się dużym rozdrobnieniem obligatariuszy – outstanding tych NPD na dzień 30.06.2024 wyniósł niecałe 3,8 mld zł, tj. zaledwie 2,4% całego rynku NPD (bez BGK, PFR i EBI).

Podsumowując można stwierdzić, że choć NPD nigdy nie będą tak płynnym instrumentem jak akcje, to płynność ich obrotu rośnie wraz ze wzrostem łącznego nominału danej serii oraz wzrostem liczby obligatariuszy (szczególnie detalicznych). Tymczasem eliminowanie z rynku inwestorów detalicznych (szczególnie w imię ich ochrony przed potencjalnym missellingiem) przynosi kompletnie odwrotny skutek.

⁵⁷ Koszt takiej animacji mógłby być dofinansowywany ze środków GPW lub środków publicznych, aby odciążyć finansowo emitentów i zachęcić ich do emisji nowych serii.

⁵⁸ Przykładowo, na 30.06.2024 na rynku regulowanym GPW były notowane akcje 414 emitentów (czyli de facto ponad 400 instrumentów per se) o łącznej kapitalizacji 1.492 mld zł, tymczasem łączny nominal wszystkich NPD wyniósł niecałe 459 mld zł, lecz dzielone na aż 8.526 serii.

⁵⁹ W przypadku nieodległych czasowo emisji w praktyce rynkowej dąży się do tego, aby obie takie serie miały takie same warunki emisji, dzięki czemu będzie je można zasymilować pod tym samym kodem ISIN i de facto notować jako jedną serię. Dzięki temu takie obligacje będą mieć potencjalnie wyższą płynność, niż gdyby były notowane jako dwie osobne serie.

⁶⁰ Obligacje należą do instrumentów generujących dochód na bazie pewnej stopy proc. (*fixed income*).

Edukacja sposobem ochrony inwestorów

Najprostszą receptą na popularyzację i wspieranie rynku NPD, w tym także na unikanie nietrafionych inwestycji, wydaje się jednak edukacja. Przykładem jest kampania UOKiK z września 2021 r. pt. „Policz i nie przelicz się!”, którą można streścić w czterech słowach: czytaj, pytaj, analizuj i dostrzegaj ryzyko (UOKiK, 2021). W misję uświadamiania inwestorów o ryzyku obligacji korporacyjnych wpisuje się także poradnik Rzecznika Finansowego z października 2023 r. pt. „Inwestycje w obligacje nie zawsze bezpieczne” (Rzecznik Finansowy, 2023). Paradoksalnie należy jednak dodać, że jednym z powodów, dla których tak wiele osób fizycznych padło ofiarą missellingu obligacyjnego, była nieaktualna edukacja finansowa. Pokutują tu zbyt daleko idące historyczne uproszczenia, że obligacje są bezpieczniejsze od akcji, oraz że obligacje to w zasadzie jednorodna grupa instrumentów (bez podziału na papiery skarbowe i nieskarbowe).

Warto także podkreślić, że możliwe jest inwestowanie w papiery dłużne pośrednio, nabywając jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, a w Polsce dominują fundusze inwestujące głównie w papiery dłużne! „Pośrednictwo” funduszu wymusza systemową dywersyfikację ryzyka, choć zwykle kosztem niższej stopy zwrotu niż inwestując w obligacje bezpośrednio, wszak zarządzanie funduszem też kosztuje.

Zaostrzenie prawa obligacji nigdy nie wyeliminuje ryzyka inwestycyjnego, szczególnie zaś ryzyka kredytowego, czyli upadłości emitentów obligacji, bo one zawsze będą naturalnym elementem gospodarki rynkowej, a zysk bez ryzyka nie istnieje. Zaostrzenie przepisów nie wyeliminuje też nieuczciwych emitentów, wszak ci mogą próbować oszukać inwestorów za pomocą innych instrumentów, takich jak akcje, weksle czy pożyczki. Inwestor zawsze musi polegać na racjonalnym podejściu do inwestowania oraz na analizie ekonomiczno-finansowej.

Podsumowanie

Wartość nominalna polskiego rynku nieskarbowych papierów dłużnych (NPD) to 454,2 mld zł, jednak bez quasi-skarbowych papierów BGK, PFR i EBI jest to 157,6 mld zł, z czego nominalnie jedynie 49,4% papierów jest notowanych na publicznym rynku Catalyst (w ASO lub na rynku regulowanym, RR). W latach 2017–2024 istotnie zaostrzono prawo rynku NPD (synteza w tabeli 7) w celu ochrony przed missellingiem inwestorów detalicznych, których realny udział w rynku pierwotnym NPD (a nawet core-NPD) jest stosunkowo niewielki i wynosi ok. 2,4%.

Tabela 7*Wybrane zmiany prawa rynku nieskarbowych papierów dłużnych (NPD) w latach 2017–2024*

Data	Dokument	Najważniejsze informacje
27.10.2017	Komunikat KNF (KNF, 2017)	Wartość nominalna (1 sztuki) obligacji podporządkowanej banku ma wynosić min. 400 000 zł
03.01.2018	Dyrektywa MIFID II (2014/65/UE) – początek obowiązywania	- Nowe zasady badania wiedzy inwestorów oraz ich przydziału do grupy docelowej (przed oferowaniem) - Obowiązek monitorowania sytuacji kredytowej emitentów przez dystrybutorów tych papierów
29.05.2018	Komunikat KNF (KNF, 2018)	Banki nie powinny proaktywnie oferować obligacji korporacyjnych inwestorom indywidualnym dysponującym aktywami do 100 tys. euro
09.11.2018	Ustawa o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. 2018, poz. 2243)	- Od 01.07.2019 r. obowiązkowa rejestracja papierów dłużnych w KDPW - Obowiązkowe emisje za pośrednictwem agenta emisji (nowa funkcja) albo w trybie DvP po formalnym dopuszczeniu/wprowadzeniu obligacji do obrotu - Likwidacja obligacji materialnych - Powstaje publiczny Rejestr Zobowiązań Obligacji (RZE) – baza wszystkich emisji papierów dłużnych - Do 31.03.2020 obowiązek zaraportowania do RZE obligacji zarejestrowanych poza KDPW
18.07.2019	Wyrok Sądu Najwyższego (CSK 587/17)	Inwestorzy giełdowi będący osobami fizycznymi zostają przez Sąd Najwyższy uznani za konsumentów
21.07.2019	Rozporządzenie Prospektowe (UE 2017/1129) – początek obowiązywania	- Nowa definicja oferty publicznej (>2 inwestorów) - Nowe zasady oferowania papierów dłużnych (w tym wyjątki od obowiązku publikacji prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego)
16.10.2019	Ustawa o zmianie ustawy o ofercie publicznej (...) oraz niektórych innych ustaw, obowiązująca od 30.11.2019 (Dz.U. 2019, poz. 2217)	Ograniczenie do 149 rocznie liczby inwestorów niekwalifikowanych, którym oferuje się papiery wartościowe bez publikacji memorandum informacyjnego oraz umożliwienie obrotu papierami dłużnymi, które nie zostały spłacone zgodnie z warunkami emisji
16.08.2023	Ustawa zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, obowiązująca od 29.09.2023 (Dz.U. 2023, poz. 1723)	- Obligacje niepubliczne oferowane inwestorom detalicznym muszą mieć nominalną min. 40 tys. euro (lub równ. w zł) - Rozszerzone raportowanie emitentów w zakresie zadłużenia oraz prognoz finansowych - Obowiązek publikacji na stronie internetowej i deponowania u agenta dokumentacyjnego sprawozdań finansowych emitentów, których papiery nie są publiczne

26.05.2023	Ustawa o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz niektórych innych ustaw (Dz.U.2023, poz. 1059)	• Od 2024 r. inwestor nie będzie płacił "podatku Belki" za okres, za który realnie nie otrzymał odsetek
22.05.2024	Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie dodatkowych informacji przekazywanych KDPW przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych (Dz.U. 2024, poz. 472)	• Obowiązek przekazywania do KDPW (przy rejestracji papierów) informacji dotyczących m.in. liczby oferowanych papierów, trybu oferowania, okresu subskrypcji, docelowego rynku notowań oraz daty zatwierdzenia prospektu

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW.

Zaostrzone warunki bezprospektowego oferowania NPD (tj. oferowania bez publikacji odpowiedniego dokumentu informacyjnego i bez interakcji z KNF) wydają się skutecznie ograniczać ryzyko missellingu NPD do osób fizycznych, które dotychczas materializowało się chociażby w formie niewielkich emisji niepublicznych przedsiębiorstw, oferowanych przez nieformalnych współpracowników firm inwestycyjnych. Urząd KNF uzyskał dodatkowe narzędzia do weryfikacji ofert bezprospektowych, a jego retoryka sugeruje, aby wszelkie emisje NPD kierowane do inwestorów indywidualnych były poprzedzone publikacją prospektu emisyjnego – czyli dokumentu, który przynajmniej w teorii pozwoli inwestorom zapoznać się z emitentem oraz czynnikami ryzyka związanymi z jego biznesem, branżą czy samą charakterystyką NPD jako instrumentu finansowego. Z drugiej strony proces przygotowania prospektu i jego weryfikacji przez KNF (dokument jest ważny tylko rok) jest niestety czasochłonny, co jest jednym z istotniejszych problemów rozwoju rynku kapitałowego w Polsce.

Zmiany prawa rynku NPD w latach 2017–2024 poprawiły przejrzystość tego rynku, dostarczając jego uczestnikom dostęp do istotnych informacji i narzędzi oceny ryzyka inwestycji w NPD. Niestety wielu inwestorów (szczególnie detalicznych) i tak nie wykorzysta tych narzędzi z powodu fundamentalnych braków wiedzy ekonomicznej. Wyzwaniem dla rynku NPD pozostają zatem nie tylko nowe regulacje, które wydają się częściowo hamować rozwój rynku (w imię ochrony niewielkiej części jego uczestników), lecz także m.in. brak edukacji finansowej, niechęć nowych emitentów do wejścia na rynek obligacji, niedostateczne pokrycie analityczne emitentów, niewystandaryzowana dokumentacja emisyjna (wydłużająca czas emisji NPD i zrażająca część inwestorów) oraz brak animacji i płynności rynku wtórnego, szczególnie z punktu widzenia inwestorów detalicznych.

Wsparciem dla rynku NPD mogłyby być oceny ratingowe, przygotowywane przez niezależne instytucje ratingowe i opłacane przez państwo (nie przez emitentów). Pomysły warte rozważenia koncentrują się także wokół zachęt podatkowych i dla inwestorów papierów dłużnych, ale również dla

potencjalnych emitentów, dla których to obligacje są dziś mało atrakcyjnym źródłem finansowania – głównie ze względu na dużą dostępność finansowania bankowego. Choć upowszechnienie animacji pozwoliłoby zwiększyć płynność obrotu i uatrakcyjnić platformę Catalyst, szczególnie z punktu widzenia inwestorów indywidualnych, to jednak rynek obligacji nigdy nie stanie się tak płynny jak rynek akcji, bo za tym przemawiają specyficzne cechy obligacji jako instrumentu finansowego.

Deklaracja Autora

Autor zgłasza brak konfliktu interesów.

Bibliografia

- Analizy.pl. (2019). *Polska Agencja Ratingowa bez rejestracji*. <https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/24188/polska-agencja-ratingowa-bez-rejestracji>
- Analizy.pl. (2024, czerwiec). *Aktywa funduszy inwestycyjnych*. <https://www.analizy.pl/raporty/35342/aktywa-funduszy-inwestycyjnych-czerwiec-2024>
- Dyrektywa 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE. Dz.Urz. UE L 173, 349.
- EY. (2023). *Warzywniak*. https://www.ey.com/pl_pl/law/warzywniak-istotne-zmiany-dla-instytucji-finansowych
- Gazeta Giełdy i Inwestorów „Parkiet”. (2024, 20 lutego). Rynek kapitałowy potrzebuje odgórnego wsparcia. *Parkiet*. <https://www.parkiet.com/30-urodziny-parkietu/art39868281-rynek-kapitalowy-potrzebuje-odgornego-wsparcia>
- GPW Catalyst. (n.d.). *Emitenci obligacji – dokumenty firmy*. <https://gpcatalyst.pl/emiteni-obligacji-dokumenty-firmy>
- GPW. (2023). *Lista uczestników Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0*. https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=114054&title=Lista+uczestnik%C3%B3w+Programu+Wsparcia+Pokrycia+Analitycznego+4.0
- Investthink. (n.d.). *Czy da się uniknąć bankructw emitentów obligacji korporacyjnych?* <https://investthink.org/czy-da-sie-uniknac-bankructw-emitentow-obligacji-korporacyjnych/>
- KDPW [Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych]. (n.d.). *Regulamin KDPW*. <https://www.kdpw.pl/pl/regulaminy-uslug/regulamin-kdpw/2.html>
- KNF (Komisja Nadzoru Finansowego). (2018). *Komunikat KNF z 29 maja 2018 r. w sprawie oferowania obligacji*. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_ws_oferowania_obligacji_61922.pdf
- KNF [Komisja Nadzoru Finansowego]. (2017). *Komunikat KNF z 24 października 2017 r. w sprawie rekomendacji podwyższenia wartości nominalnej obligacji podporządkowanej do kwoty co*

najmniej 400 000 zł.

https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_ws_obligacji_podporządkowan_ej_24_10_2017_59811.pdf

Kozińska, M. (2023). Senior Non-Preferred Bonds as an instrument to meet the MREL requirement.

Journal of Finance and Financial Law, 2, 145–167. <https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.07>

Królikowska, A., & Martysz, C. B. (2023). *Nieprawidłowości i nadużycia na rynku funduszy inwestycyjnych*. SGH.

Martysz, C. B. (2020). Polski rynek obligacji nieskarbowych – nowe zasady rejestracji obligacji oraz analiza rejestru zobowiązań emitentów. *Finanse i Prawo Finansowe*, 3(27), 91–107.

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S.2021.06>

Martysz, C. B., & Rakowski, J. P. (2021). Misselling consumer awareness study – Circumstances surrounding the occurrence of misselling. *International Journal of Management and Economics*, 57(2), 121–137. <https://doi.org/10.2478/ijme-2021-0007>

Martysz, C. B., Dąbrowski, M., & Kocel, A. (2022). Wpływ Dyrektywy MIFID II na dystrybucję instrumentów finansowych w Polsce. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 185.

<http://dx.doi.org/10.33119/SIP.2022.185.3>

Migras, K., & Sobieski, J. (2023, 7 sierpnia). Nabywcy obligacji zapłacą mniej fiskusowi.

Rzeczpospolita. <https://pro.rp.pl/podatki-ksiegowosc-i-rachunkowosc/art38907341-nabywcy-obligacji-zaplaca-mniej-fiskusowi>

Money.pl. (2023). *Spór o miliony: Klienci Getin Noble Bank żądają zwrotu pieniędzy i kierują sprawę do UOKiK*. <https://www.money.pl/banki/spor-o-miliony-klienci-getin-noble-bank-zadaja-zwrotu-pieniedzy-i-kieruja-sprawe-do-uokik-6854141604592192a.html>

NWAI. (2024, 23 lipca). *Komentarz rynku Catalyst*.

https://nwai.pl/uploaded_files/17217280691000_miesiecznik-czerwiec-1.pdf

Obligacje.pl. (2024). *EuroRating kończy z publicznymi ratingami*. <https://obligacje.pl/pl/a/eurorating-konczy-z-publicznymi-ratingami>

Obligacje.pl. (2025a). *Ranking oferujących obligacje w 2024 roku*. <https://obligacje.pl/pl/a/ranking-oferujacych-obligacje-w-2024-roku>

Obligacje.pl. (2025b). *Polska Agencja Ratingowa idzie do likwidacji*. <https://obligacje.pl/pl/a/polska-agencja-ratingowa-idzie-do-likwidacji>

RGI. (n.d.). <https://rgi.kdpw.pl/>

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 22 marca 2024 r. w sprawie dodatkowych informacji przekazywanych Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych S.A. przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych, Dz.U. 2024, poz. 472.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów

- wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE. Dalej jako „Rozporządzenie Prospektowe”, Dz.U. L 168 z 30.06.2017, 12.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku, skrót „MAR”, Dz.U. UE L 173/1.
- RZE. (n.d.). <https://data.kdpw.pl/oth/rze/info/> lub <https://rze.info/>
- Rzecznik Finansowy. (2023). *Inwestycje w obligacje nie zawsze bezpieczne*. <https://rf.gov.pl/wp-content/uploads/2023/10/Poradnik-Rzecznika-Finansowego.-Inwestycje-w-obligacje-nie-zawsze-bezpieczne.pdf>
- SII [Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych]. (2023a). *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów (OBI)*. <https://www.sii.org.pl/static/img/016878/obi2023-prezentacja.pdf>
- SII [Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych]. (2023b). *Podatek od odsetek od obligacji po nowemu. „Kolejny granat wrzucony na rynek”*. <https://www.sii.org.pl/16422/analizy/newsroom/podatek-od-odsetek-od-obligacji-po-nowemu-kolejny-granat-wrzucony-na-rynek.html>
- SRRK [Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego]. (2019). Uchwała nr 114 Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. w sprawie przyjęcia Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, *Monitor Polski*, 2019(1027). <https://www.gov.pl/web/finanse/strategia-rozwoju-ryнку-kapitałowego>
- Szweda, E. (2018). *Obligacje firm już tylko dla zainteresowanych*. <https://michaelstrom.pl/publikacje/Obligacje-firm-juz-tylko-dla-zainteresowanych>
- Szweda, E. (2024, 22 czerwca). Udań półrocze na rynku emisji obligacji, ale mogło być lepsze. *Gazeta Giełdy i Inwestorów „Parkiet”*. <https://www.parkiet.com/obligacje/art40685421-udane-polrocz-na-rynku-emisji-obligacji-ale-moglo-byc-lepsze>
- Tychmanowicz, P. (2024, 1 października). Warszawska giełda chciałaby wypolerować obligacyjny kryształ. *Gazeta Giełdy i Inwestorów „Parkiet”*. <https://www.parkiet.com/obligacje/art41224211-warszawska-gielda-chcialaby-wypolerowac-obligacyjny-krysztal>
- UKNF [Urząd Komisji Nadzoru Finansowego]. (2019). *Komunikat Urzędu KNF z 26 września 2019 r. w sprawie inwestycji alternatywnych w nieruchomości. Przed ryzykiem związanym z inwestowaniem w „condohotele” w swoim komunikacie ostrzega także UOKiK*. https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=67218&p_id=18
- UOKiK. (2021). *Akcje i obligacje - policz i nie przelicz się*. https://archiwum.uokik.gov.pl/aktualnosci.php?news_id=17805
- Ustawa z dnia 14 grudnia 2017 r. o zmianie ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2018, poz. 8.
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. 2024, poz. 708.

- Ustawa z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2019, poz. 2217.
- Ustawa z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, dalej jako „Warzywniak”, Dz.U. 2023, poz. 1723.
- Ustawa z dnia 26 maja 2023 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz niektórych innych ustaw, Dz.U.2023, poz. 1059.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, dalej jako „Ustawa o obrocie”, Dz.U. 2024, poz. 722.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, dalej jako „Ustawa o ofercie”, Dz.U. 2024, poz. 620.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 2023, poz. 120.
- Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku, Dz.U. 2018, poz. 2243.
- Wierzbowski, M., & Róg-Dyrda, J. (2020, 28 października). Model ochrony konsumenta na rynku finansowym. *Gazeta Giełdy i Inwestorów „Parkiet”*.
<https://www.parkiet.com/felietony/art19726121-model-ochrony-konsumenta-na-rynku-finansowym>
- Wyrok Sądu Najwyższego z 18 lipca 2019 r., sygn. akt I CSK 587/17.
- Zatoński, K. (2024, 1 października). Na Catalyst wiele jest jeszcze do zrobienia. *Puls Biznesu*.
<https://www.pb.pl/na-catalyst-wiele-jest-jeszcze-do-zrobienia-1226791>

POLSKI RYNEK OBLIGACJI NIESKARBOWYCH – KLUCZOWE STATYSTYKI, ZMIANY PRAWA I WYZWANIA ROZWOJOWE

STRESZCZENIE

Cel artykułu. Artykuł ma na celu przedstawienie kluczowych statystyk polskiego rynku nieskarbowych papierów dłużnych, ukazanie istoty zaostżenia regulacji prawnych oraz ich wpływu na rozwój rynku, a także wskazanie problemów rozwojowych rynku oraz propozycji *de lege ferenda*, pozwalających w dłuższym horyzoncie poprawić jego atrakcyjność dla inwestorów i emitentów.

Metodyka. Artykuł nawiązuje do poprzedniej publikacji autora z 2020 r. i ma unikalny charakter, ponieważ ukazuje rynek nieskarbowych papierów dłużnych w sposób przekrojowy w oparciu o analizę aktów prawnych i publikacji prasowych, najnowsze i częściowo niepubliczne statystyki KDPW oraz praktykę rynkową autora.

Wyniki badania. Wartość nominalna polskiego rynku obligacji nieskarbowych to 454,2 mld zł, jednak bez quasi-skarbowych papierów BGK, PFR i EBI jest to 157,6 mld zł, z czego jedynie 49,4% papierów jest notowanych na rynku Catalyst, który w tym roku obchodzi swoje 15-lecie. W latach 2017–2024 istotnie zaostżono prawo obligacji w celu ochrony przed missellingiem inwestorów detalicznych, których realny udział w rynku pierwotnym jest niewielki. Nowe prawo wzbudza wiele wątpliwości i komplikuje proces emisji rodząc pytania o to, czy w ostatecznym rozrachunku pomoże czy zaszkodzi rozwojowi rynku. Wielu inwestorów detalicznych nie

wykorzysta poprawy przejrzystości rynku i dostępu do nowych informacji z powodu braku wiedzy ekonomicznej. Oprócz nowych regulacji, wyzwaniem dla rynku nieskarbowych papierów dłużnych pozostają także m.in. brak edukacji finansowej, niechęć nowych emitentów do wejścia na rynek obligacji, brak ratingów i niedostateczne pokrycie analityczne emitentów, brak standaryzacji dokumentacji oraz brak animacji i płynności rynku wtórnego.

Słowa kluczowe: obligacje, obligacje nieskarbowe, papiery dłużne, regulacje, ochrona inwestorów, rynek kapitałowy, Catalyst.

Kody JEL: D18, G23, O16, K22.

Received: 04.01.2025

Accepted: 25.03.2025

Available online: 31.03.2025



Funding information: Not applicable. **Conflicts of interests:** None. **Ethical considerations:** The Author assures of no violations of publication ethics and takes full responsibility for the content of the publication.

GREEN BOND STANDARDS AS A WAY TO REDUCE INFORMATION ASYMMETRY

Agata Aftowicz*

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.45.02>

GREEN BOND STANDARDS AS A WAY TO REDUCE INFORMATION ASYMMETRY

ABSTRACT

The purpose of the article. The purpose of the article is to systematize knowledge in the field of green bond standards as well as to examine the differences between the most popular of them. The aim is to question whether the requirements of individual standards actually reduce information asymmetry on the part of investors in the market.

Methodology. The texts of five most popular green bond standards in the world were analyzed and were compared with each other, outlining five most important categories in the context of information asymmetry. The work contains the comparison of the standards and identifies the differences between them.

Results of the research. The results of the research can be summarized as follows. The conducted research allowed for the identification of differences between individual standards and the assessment of whether these differences have a significant impact on the asymmetry of information in the green bond market. The study results show that green bond standards are not an ideal way to reduce negative effects of information asymmetry in the market. The study shows a need to standardize the requirements for issuers who want to have a certificate that is an actual confirmation of high-quality green bonds in order to eliminate information asymmetry in the market.

Keywords: green bonds, green bond market, sustainable finance, green bond standards, information asymmetry.

JEL Class: G14, O16, Q50.

* Szkoła Doktorska, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, <https://orcid.org/0009-0007-5992-3992>
Corresponding Author. E-mail: aa116875@doktorant.sgh.waw.pl

Green Bond Standards as a Way to Reduce Information Asymmetry

Green bonds, which are one of the most recent financial instruments, continue to gain in importance (Bjorkholm & Lehner, 2021). There is a lot of interest in the market, both from institutional and individual investors. This is due, among other things, to the increased awareness of the need for sustainable development (Pham, 2016). The ecological aspect of the investment is important for the investors. They value proper spending of the green bond proceeds they invested in (Cortellini & Panetta, 2021). The problem arises when verifying the obligations of the issuers of the aforementioned financial instruments. The need to increase the transparency of green bond issues and the way in which the proceeds are used has prompted many organizations to create guidelines for issuers. This has led to the emergence of numerous different regulations on the global market.

The intention of green bond standards, which were undoubtedly aimed at reducing the negative effects of information asymmetry, is questionable, given a current number of standards that differ from each other. The problem of the multitude of regulations has already been noticed, resulting in the latest EU Green Bond Standard, which came into force at the end of 2024. However, it should be noted that from a global market perspective, this is another set of recommendations that issuers may or may not adhere to.

From the perspective of an investor deciding to buy green bonds, or any other sustainable bonds, due to their sustainable purpose, the differences between the standards met by issuers are of considerable importance. It is primarily about a possibility of verifying whether the invested funds were used in accordance with the assumptions of the purchased security.

The aim of the work is to systemize knowledge on the requirements included in the green bond standards and to examine the differences between the most popular of them. In addition, an attempt is made to answer the question of what potential differences between standards may mean for investors in the context of information asymmetry in the market for bonds related to sustainable development. A hypothesis that could be formulated is that differences between standards met by issues, by influencing the quality of the instruments, also affect the risk of an investment for an investor, which is currently difficult to measure.

The further part of the paper is structured as follows. First, the literature on green bonds as an investor choice is reviewed. The following sections analyze the most important, currently used sustainable bond standards with a focus on green bonds and identify differences between them. In addition, threats that may result from the identified differences are proposed. The paper ends with a summary.

Green Bonds as an Investor's Choice

There are several types of bonds related to sustainable development. The first and most popular are green bonds. Due to their specific nature it is worth emphasizing that they stand out from classic

bonds in terms of the purpose of their issue, which should be partial or full financing or refinancing of ecological investment projects (Sobik, 2023). Green bonds are a way for issuers to obtain funds for the implementation of specific green investments for the company (Ślażyńska-Kluczek, 2022), while for investors they are an instrument that, in addition to profit, enables a positive, real impact on the environment. Owing to the mentioned feature, green bonds are undoubtedly characterized by targeted financing. It is worth noting, however, that despite the purpose of issuing green bonds, their issuance itself is not a useful indicator of a company's efforts to adopt a more sustainable business model (Prokop & Muller, 2023).

Among other types of debt instruments with targeted financing, social bonds or sustainable bonds should be mentioned. The second ones are a combination of the two previously mentioned, if the subject of financing is taken into account. Climate bonds are also remarkable, the proceeds from which should be used by issuers to implement projects or assets for the climate. Non-targeted financing is characterized for sustainability-linked bonds (SLBs), which gain increasing popularity thanks to the greater flexibility for the issuer. The proceeds from them do not have to be used for a specific purpose. In SLBs case, the issuer undertakes to implement certain goals related to the sustainable development of the company, which is measured using established KPIs (Zioło et al., 2021).

Despite many types of debt instruments related to sustainable development, green bonds are perceived as a key debt instrument in financing the transformation to low-emission economies (OECD, 2017). The green bond market is still developing. In the literature, one can also find the term that this market is even booming (Wang et al., 2022). This is attributed to both the available supply and the increasing demand in the global market.

Investors who decide to buy green bonds pay attention to the sustainable purpose of the supported investment (Maltais & Nykvist, 2020). Considering the awareness of the occurrence of the so-called greenium (green premium), which is most often manifested by a lower coupon compared to conventional bonds with the same other parameters (Löffler et al., 2021), it can be noted that investors buying green bonds pay more attention to the purpose of the issue rather than to the profit. The issuers that are most popular among institutional investors acquiring green bonds are companies related to low-emission construction, renewable energy sources and low-emission transport (Samgiorgi & Schopohl, 2021). According to Sangiorgi and Schopohl, in the European Union, which, alongside the USA and China, is one of the three largest green bond markets in the world, there is a strong, unmet demand for green bonds, especially those issued in non-financial sectors.

One of the factors that discourage investors from investing or deciding to sell their green bonds is poor and unclear reporting on how the proceeds from the bonds issued are allocated by the company (Gyura, 2020). Transparent use of funds obtained through the issue of the discussed bonds is important for investors. This is confirmed also by Kovacevic et al. (2023), according to which investors require lower returns when they are well-informed about a bonds' environmental goals (Kovacevic et al., 2023). Appropriate and transparent use of proceeds for environmentally friendly projects by issuers can lead to

more favorable financing terms for them. Also, according to empirical studies (Lu et al., 2010), investors expect a higher rate of return on bonds in the case of greater information asymmetry. This means that despite the greenium, which is manifested by lower interest rates, the costs for issuers can be even lower if they appropriately reduce the information asymmetry on the part of investors willing to purchase their green bonds. According to Okafor et al. (2024), the level of a greenium is also dependent on the use of proceeds. These results again confirm that with the appropriate allocation of funds and greater transparency of the issuer's activities, investors can accept a lower rate of return.

It is worth noting that transparency and assurance of investment sustainability not only affect the widely discussed green bonds, but also all debt instruments and loans. Pohl et al. (2023) show that sustainability-linked loans (SLLs) offer more favorable financing costs for borrowers when issued by bank syndicates that uphold high environmental standards. The results obtained by Wang & Wang (2022) show that strong ESG practices and their transparency increase the likelihood of green bond issuance by listed companies and enable them to issue a higher volume of the mentioned instruments.

Based on the above-mentioned studies, it should be summarized that from the investor's perspective, an inherent feature and risk of investing in green bonds is transparency and the flow of information on the suppositions of the issue, i.e., the use of proceeds. As the studies show, increased transparency, so lower information asymmetry, is desired by investors, but at the same time beneficial for issuers, who can thus reduce the cost of obtaining capital.

Green Bond Standards

With the intention of reducing information asymmetry on the part of investors who value the sustainability of their investments, the basic step is to introduce transparency and procedures the issuer follows before, during and after the issue (Laskowska, 2017). There is also a need to limit greenwashing (Andenas & Heidemann, 2023). It is crucial to create a mechanism to ensure the credibility of green bonds. The tool for both is an external verification and an assessment of the sustainable development of companies participating in the issuance of these instruments (Keitel & Oner, 2023).

Green bond standards are sets of recommendations for the issuer, which aim to increase the transparency of the issue. First, it is about proving that the proceeds from the issue are used for the declared purposes and in a specific manner, e.g., within the time frame guaranteed at the time of an issue. In some cases, if the conditions of the standard are met, issuers can receive a certificate confirming the compliance of the issue with the standard of the selected organization, which is a proof of high quality of the instruments. Such a certificate increases the attractiveness of green bonds from the perspective of an investor who values sustainable goals and transparency of the issue. This is a common way around the world to reduce the negative effects of information asymmetry between issuers and investors (Bachelet et al., 2019). The certificate should be a confirmation of meeting high standards.

Following the recommendations included in the standards is expensive for the issuer. It requires not only money allocated, for example, for the opinion of an independent auditor (second party opinion), but also organizational effort related to the management of the proceeds and reporting (Flammer, 2021).

Currently, there are many standards and sets of recommendations for several types of sustainable bonds on the global market created by various entities. Investors can decide to purchase the financial instruments also based on ratings or invest through investment funds focusing on green bonds in their portfolios. Issuers may also decide to obtain a second party opinion on the proper use of proceeds, for example, from auditing firms. In recent years, countries and individual companies have often decided to publish so-called frameworks, which define their recommendations for the issue of green bonds and the flow of information related to the issue. Examples include the frameworks published by countries such as Australia, India, Brazil as well as Italy. Among the companies, PKO Bank Polski, Nordea and Volkswagen Financial Services AG can be mentioned. Despite the multitude of different types of indicators and documents, green bond standards remain the most popular means of confirmation of green bond issuance.

Table 1

The world's most popular sustainable bond standards

Name of the standard	The entity responsible for the standard	Year of establishment
Green Bond Principles (GBP)	International Capital Market Association (ICMA)	2014
Sustainability Bond Guidelines (SBG)	International Capital Market Association (ICMA)	2015
Climate Bond Standard	Climate Bond Initiative (CBI)	2015
China Green Bond Endorsed Project Catalogue	People's Bank of China (PBOC)	2015
Social Bond Principles (SBP)	International Capital Market Association (ICMA)	2017
ASEAN Green Bond Standards	ASEAN Capital Market Forum (ACMF)	2017
ASEAN Social Bond Standards	ASEAN Capital Market Forum (ACMF)	2018
ASEAN Sustainability Bond Standards	ASEAN Capital Market Forum (ACMF)	2018
Sustainability-Linked Bond Principles	International Capital Market Association (ICMA)	2020
ASEAN Sustainability-Linked Bond Standards	ASEAN Capital Market Forum (ACMF)	2022
EU Green Bond Standard	EU Commission	2023

Source: own elaboration.

Table 1 lists the most important sustainable bond standards in the world, along with the organizations that create them and the year of their creation.

The standards, except for the ASEAN's and European ones, have been updated several times. As can be observed from the data in Table 1, initiatives aimed at increasing transparency of emissions are not new to the global market. Nevertheless, they are constantly being improved and expanded.

The first set of recommendations for green bond issuers was the Green Bond Principles (GBP) document created by ICMA in 2014. Since then, it has been updated several times and expanded to Sustainability Bond Guidelines (SBG) in 2015 and the Social Bond Principles (SBP) in 2017. The GBP document is divided into four areas of guidance:

- use of proceeds from the green bond issue;
- process of assessing and selecting projects to be financed;
- management of the proceeds;
- reporting on the use of the proceeds (ICMA, 2021).

ICMA recommends that issuers create a document confirming that a given green bond issue complies with the ICMA principles. The document, called the Green Bond Framework, should be made available to interested investors. Depending on the type of bond, the principles apply to green, social or sustainable ones. ICMA accepts different types of projects as the subject of financing or refinancing based on the bond issue.

ICMA has also created a strand for SLBs which, given the differences between these bonds and targeted financing instruments, consists of the following parts:

- selection of KPIs;
- calibration of Sustainability Performance Targets;
- bond characteristic;
- reporting;
- verification (ICMA, 2024).

Another standard that has been disseminated around the world is the Climate Bond Standard created by the CBI in 2015. The requirements are divided in a more detailed way than in the case of documents created by ICMA. Recommendations for issuer's actions before and after the issue are described in detail. Additionally, the creators of the standard devote attention to projects that can be qualified for debt financing, but also, within the taxonomy created by CBI. Ecological economic activity is also defined.

The ASEAN Green Bond Standards, ASEAN Social Bond Standards, ASEAN Sustainable Bond Standards, as well as ASEAN Sustainability-Linked Bond Standards, were created on the basis of GBP, SBP, SBG and SLBs Principles, therefore they mostly overlap. What distinguishes ASEAN requirements from classic ICMA standards is the criterion of origin from one of the member countries

or the requirement to implement a sustainable project in the territory of one of the countries of the Association of South-East Asian Nations.

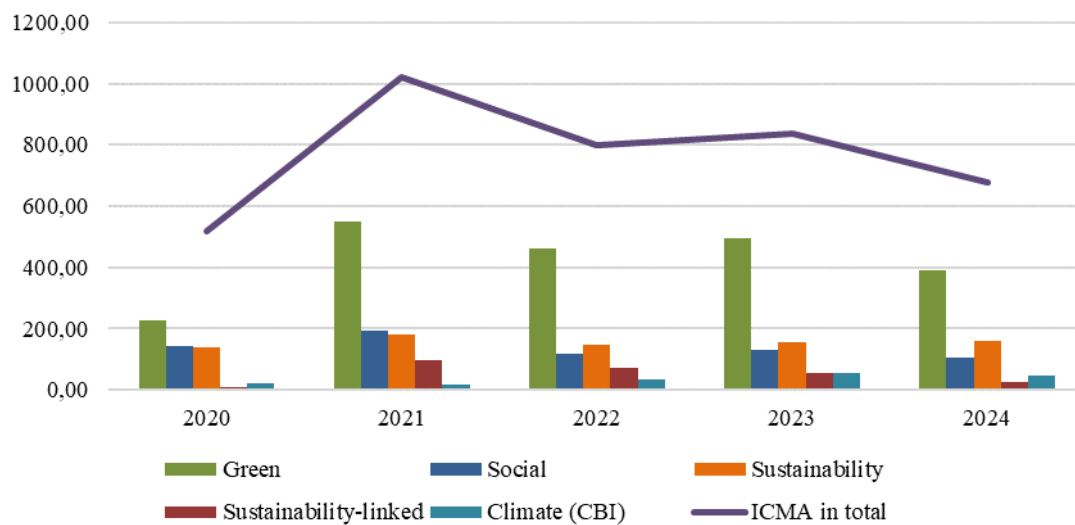
Another of the analyzed green bond standards was created in 2015 by the People's Bank of China (PBOC) in agreement with the Chinese Central Bank, China Securities & Regulatory Commission (CSRC) and the National Development and Reform Commission (NDRC). China Green Bond Endorsed Project Catalogue focuses on precisely defining the areas of activity and defining projects that can be financed with green bonds. The standard differs significantly in its structure from all others, and the emphasis is placed solely on the categorization of investment projects.

The EU Green Bond Standard created by the European Commission is the latest green bond standard on the global market. It was created to unify recommendations in the European Union member states, which have begun to create their own recommendations based on the standards issued by ICMA and CBI. It is worth noting that, as it was in the case of the previously mentioned standards, compliance with those are not mandatory, but instead they serve as guidelines.

The main providers of green bond certificates publish data on issues with their certificates. The values of issues with ICMA and CBI certificates are presented in Figure 1.

Figure 1

ICMA and CBI certified sustainable bonds issuance January 2020 – October 2024 (in bn USD)



Source: own elaboration based on: Market analytics – ICMA (2024) and Market Data – CBI (2024).

It should be noted that due to access only to aggregated data for bonds provided by ICMA in 2024, the numerical values for bonds with their certificate cover the period from the beginning of the year to October. However, in the case of data provided by CBI, the emission values are provided until the end of August 2024, which can cause some discrepancies in the last of the presented years. In addition, some issues with CBI certificate are classified as confidential, making the data on the size of the issue unavailable, so they are omitted from the figure. Despite this, it can be undoubtedly stated that

certifications created by ICMA are more popular in the world. As for other standards for bonds related to sustainable development, the EU Green Bond Standard has been in force since December 2024, therefore there is no data on such issues. ASEAN also provides data, but it has been omitted as it is available up to 2022 at the latest. However, due to their specific geographical location, the ASEAN standards probably constitute the smallest share among the issues discussed. It would be very interesting to compare data from China against the ICMA standards, as China is one of the world leaders in green bond issuance (Lin & Hong, 2022). However, they are unpublished although certainly the value of issuance does not necessarily match the value of certified issuance.

Based on Figure 1, it is also evident that despite the documented growth of the green bond market, and more broadly, sustainable development bonds, this does not directly translate into a significant increase in the issuance value of the certificates under discussion.

Differences Between Green Bond Standards

For the comparison, standards for green projects will be used, as the differences between them, social, sustainable and sustainability-linked projects result from the nature of the instruments and not only from differences in the approach of the standard providers.

Table 2

Main features of green bond standards

Name of the standard	Definition of green bond	Scope of financed projects	Management of proceeds	Reporting	External opinion
Green Bond Principles (GBP)	"Any type of bond instrument where the proceeds or an equivalent amount will be exclusively applied to finance or re-finance, in part or in full, new and/or existing eligible green project".	10 project categories that are assessed under 5 environmental objectives: climate change mitigation, climate change adaptation, biodiversity, natural resource conservation as well as pollution prevention and control.	The proceeds from bonds under the standard, or their equivalent, should be tracked in a dedicated account or portfolio, following the issuer's internal policies. While the green bonds remain outstanding, the balance of the monitored net proceeds must be periodically adjusted to reflect the ongoing allocation of funds to green projects during that period.	Issuers must regularly update investors on the use of funds, providing annual reports until the proceeds are fully allocated. These reports should list the projects funded, with brief descriptions, amounts allocated and expected impacts. Additionally, issuers should promptly report any significant events.	External opinion is recommended but not mandatory.

ASEAN Green Bond Standards	"Bonds and sukuk where the proceeds will be exclusively applied to finance or re-finance, in part or in full, new and/or existing eligible green projects".	Projects similar to those in GBP with the disclaimer that the list is not exhaustive.	Same as for GBP.	Same as for GBP.	Same as for GBP.
Climate Bond Standard	"Any debt instrument that meets the CBS requirements".	Projects divided into 6 groups: energy, transport, natural capital, buildings, industry and waste.	Net proceeds from debt instruments should be recorded in a separate account, portfolio or otherwise identified in the issuer's funds. As long as the green bonds are outstanding, the balance of monitored net proceeds must be adjusted periodically in line with the current use of funds for specific projects and assets.	Issuers are required to file annual reports, which are updated within 12 to 24 months from the date of issue of the debt instrument to its maturity date.	External opinion is mandatory and should be performed by a qualified entity. Its result should be a prepared verification report.
EU Green Bond Standard	European Green Bonds are bonds whose proceeds are used in line with or contribute to the environmental objectives set out in the Paris Agreement.	"Economic activities that have a lasting positive impact on the environment"	Issuers should allocate the entire proceeds of their European Green Bonds before the maturity date of each series of those bonds, while having the possibility to deduct issuance costs directly related to the issuance of the bonds.	The issuers should create "annual allocation reports that the related environmentally sustainable assets meet the applicable technical screening criteria".	The opinion of an external auditor approved by ESMA is mandatory.
China Green Bond Endorsed Project Catalogue	No information.	Projects from 6 sectors divided into over 150 programs with detailed descriptions are accepted.	No information.	No information.	External opinion is recommended but not mandatory.

Source: own elaboration based on: Green Bond Principles (2021), ASEAN Green Bond Standards (2018), Climate Bond Standard (2023), Regulation (EU) 2023/2631 of the European Parliament, Green Bond Endorsed Project Catalogue (2021).

The most restrictive for issuers, and therefore the safest for investors, is the standard offered by the CBI. In addition to the list of activities that can be financed under the issue covered by certification, issuers are required to have an external opinion and a report prepared on its basis. It is worth noting that the standard does not only apply to bonds, but to all debt instruments, which distinguishes it from the others. Thanks to the taxonomy developed by CBI, the framework of projects that can be financed with certified emissions is assessed quite strictly (Kultys-Grabowska, 2023). This brings many advantages and an entire integrated system of recommendations for companies, but it can also limit them.

The next most restrictive standard is the European Union standard, as the opinion from external auditor that is approved by ESMA is also mandatory. The basic difference between the EU Green Bond Standard and the others is the lack of a list of activities covered by financing. This has been presented in a general way, which does not raise any major concerns of the author. A significant disadvantage of this standard is that it is not mandatory for issuers in the European Union. Considering a growing number of mandatory regulations for companies in the EU related to sustainable development such as EU Taxonomy, Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) and work on transparency of ESG ratings (Malecki, 2023), introducing a mandatory EU Green Bond Standard for issuers would not seem to be a far-fetched move. In practice, it may turn out to be another standard that issuers may or may not decide to adopt. It is worth noting that due to the requirement for an external opinion issued by entities accepted by ESMA, it may be at a disadvantage with regards to competing standards due to the potentially higher costs of obtaining opinions from specific entities. According to Pyka (2023), the EU Green Bond Standard is not only not entirely well-designed, but even distorts the natural competition in the market of existing standards offered by market organizations.

GBP is characterized by the lack of a requirement for an opinion from a qualified auditor, it is only recommended. This leads to discrepancies in meeting the requirements between individual issuers with the same certificate. ICMA publishes second party opinions that have been obtained for issues, which can be a distinction for investors between issuers that meet all the recommendations of the standard and the ones that follow just some selected. However, this discrepancy still raises doubts, especially since the costs of obtaining such an opinion rather encourage companies to meet only the mandatory requirements of the standard. The list of projects that can be financed is quite extensive, as in other standards, but at the same time flexible, which gives issuers more options. Requirements for handling proceeds and reporting do not differ significantly from the perspective of an investor compared to the Climate Bond Standard.

The author expresses doubts about the justification for creating all ASEAN standards, which are a faithful copy of the standards offered by ICMA with the only additional requirement regarding the geographical scope of the investment or issuer. In addition to classic bonds, the standard also includes sukuk, which distinguishes it from the others. It should be noted that including sukuk in the standard is an appreciated move which could also be implemented by other providers. However, the organization could have provided ICMA standards as recommended for issuers in the region and only added its

"stamp" at the request of issuers with a certificate of the standard and meeting the geographical requirement. The introduction of own standards by international organizations differing in detail definitely does not lead to a reduction in information asymmetry but introduces additional information noise that can be used by dishonest issuers.

The Chinese catalog differs from other standards. Its structure is completely different. While the list of accepted projects is extensive, there are no requirements for issuers. Due to its completely different structure, the standard should not introduce information noise into the market in China. The project list is a good solution that can work in parallel with international standards in China. Since the list in question is extensive and detailed, as in the case of CBI's standard, it may, but does not have to, constitute certain restrictions for issuers. If investors only care about the green scope of the project without going into details of holding proceeds, the standard is sufficient.

Conclusions

Green bond standards, and more broadly, standards for sustainable debt instruments, represent a valuable initiative in the global market, as evidenced by the growing number being developed. Nevertheless, the total value of bond issues with ICMA certificates has not increased noticeably since 2021. Issues with CBI certificates look a bit better in this regard, but these are still small increases. There are currently many standards for sustainable debt instruments on the global market. Including the Climate Bond Standard among green standards, there are five of them in the world. Additionally, there are a total of four standards for sustainable, social bonds and SLBs.

The multitude of standards is partly because organizations such as the EU or ASEAN or one of the largest countries issuing green bonds in the world – China, want to have their own standard. Such a vast number of standards, which can additionally be divided from green to social, sustainable and sustainability-linked, is not entirely justified and helpful for the investors. This introduces information noise and only partially reduces information asymmetry, which was the original goal of the standards discussed. In the author's opinion, both the EU standard and the ASEAN standards should be mandatory for issuers in specific geographical regions, or the above-mentioned international organizations should indicate to issuers which private standards they honor.

Answering the question posed in the introduction to the paper, differences between standards can have a negative impact on both issuers and investors. The issuers may be tempted to choose a standard with lighter requirements for the purpose of manipulation or may be exposed to higher costs of issue and proceeds management when choosing a different standard. From the perspective of investors, the certificate, which was supposed to be a guarantee of "quality" and the possibility of quick verification of the issue and the issuer, brings more problems than one might expect. Investors who want to make a responsible investment having a choice of issuers with different certificates are forced to delve into the differences between them and the texts of recommendations for issuers.

According to the author, the practice that, to some extent, solves the problem of the opacity of standards and differences between them is ESG ratings. However, their use raises questions about the sense of the existence of standards, which now are not an ideal solution. Moreover, the methodology for calculating ratings differs between providers. An intermediate solution could be a new classification scale created for investors based on the assessment of reporting, ratings and the type of green bond standards.

The paper summarizes the current standards and shows the most important differences between them. It complements the current literature focusing only on determining the restrictiveness or the detailed description of only the standards from CBI, ICMA or EU Commission. This theoretical study can be a basis for further empirical research. It will undoubtedly be worth investigating the competitiveness of the EU Green Bond Standard with the ICMA and CBI standards in the European Union in the coming years. Moreover, an interesting direction of empirical research would be the analysis of potential differences in the valuation and demand of individual investor groups for bonds depending on the standard they meet. One could also look for the impact of meeting selected standards on the costs of obtaining financing through the issue of green bonds.

Disclosure Statement

The author reports no conflicts of interest.

References

- Andenas, M., & Heidemann, M. (2023). From "Green Bond Principles" to "Green Bond Clauses": Mitigating greenwashing through contract law. In *Quo Vadis Commercial Contract?* (pp. 151–171). https://doi.org/10.1007/978-3-031-14105-8_6
- ASEAN Green Bond Standards. (2019). ACMF. <https://www.theacmf.org/initiatives/sustainable-finance/asean-green-bond-standards>
- ASEAN Social Bond Standards. (2019). ACMF. <https://www.theacmf.org/initiatives/sustainable-finance/asean-social-bond-standards>
- ASEAN Sustainability Bond Standards. (2019). ACMF. <https://www.theacmf.org/initiatives/sustainable-finance/asean-sustainability-bond-standards>
- ASEAN Sustainability-Linked Bond Standards. (2022). ACMF. <https://www.theacmf.org/sustainable-finance/publications/asean-sustainability-linked-bond-standards>
- Bachelet, M., Becchetti, L., & Manfredonia, S. (2019). The Green Bonds Premium Puzzle: The role of issuer characteristics and third-party verification. *Sustainability*, 11. <https://doi.org/10.3390/su11041098>

- Bjorkholm, L., & Lehner, O. (2021). Nordic green bond issuers' view on the upcoming EU Green Bond Standard. *ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives*, 10, 222–279.
<https://doi.org/10.35944/jofrp.2021.10.1.012>
- Climate Bond Standard. (2023). <https://www.climatebonds.net/climate-bonds-standard-v4>
- Cortellini, G., & Panetta, I. (2021). Green Bond: A systematic literature review for future research agendas. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(12), 589.
<https://doi.org/10.3390/jrfm14120589>
- Flammer, C. (2021). Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 142, 499–516.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.01.010>
- Green Bond Endorsed Projects Catalogue. (2021).
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4342400/2021091617180089879.pdf>
- Green Bond Principles. (2021). ICMA. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf>
- Gyura, G. (2020). Green Bonds and Green Bond Funds: The quest for the real impact. *Journal of Alternative Investments*, 23(1). <https://doi.org/10.3905/jai.2020.1.098>
- ICMA. (2021). Sustainability Bond Principles.
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Sustainability-Bond-Guidelines-June-2021-140621.pdf>
- ICMA. (2024). Sustainability-linked Bond Principles.
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2024-updates/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2024.pdf>
- Keitel, S., & Öner, M. (2023). Green Bonds and the current challenge of greenwashing. In C. Catak & M. Öner (Eds.), *Sustainable Finance* (pp. 113–128). <https://doi.org/10.3726/b21415>
- Kovacevic, V., Jankovic, I., Vasic, V., & Ljumovic, I. (2023). Does transparency pay off for green bonds' issuers? Evidence from EU state agencies' green bonds. *Ekonomika Poloprovreda - Economics of Agriculture*, 70(4). <https://doi.org/10.59267/ekoPolj2304997K>
- Kultys-Grabowska, A. (2023). Europejskie zielone obligacje – ich specyfika na tle dotychczasowych instrumentów. *Czasopisma PAN*. <https://publikacje.pan.pl/chapter/127146/2023-kultys-grabowska-aleksandra-zielone-finanse-europejskie-zielone-obligacje-ich-specyfika-na-tle-dotychczasowych-instrumentow-br?language=en>
- Laskowska, A. (2017). The green bond as a prospective instrument of the global debt market. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 6(4). <https://doi.org/10.12775/CJFA.2017.023>
- Lin, L., & Hong, Y. (2022). Developing a Green Bonds Market: Lessons from China. *European Business Organization Law Review*, 23(1). <https://doi.org/10.1007/s40804-021-00231-1>
- Löffler, K., Petreski, A., & Stephan, A. (2021). Drivers of green bond issuance and new evidence on the "greenium". *Eurasian Economic Review*, 11. <https://doi.org/10.1007/s40822-020-00165-y>

- Lu, C., Chen, T., & Liao, H. (2010). Information uncertainty, information asymmetry and corporate bond yield spreads. *Journal of Banking and Finance*, 32(9).
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.02.013>
- Malecki, C. (2023). The EU proposal for a Regulation on the transparency and integrity of ESG rating activities on 13 June 2023: The missing piece of sustainable finance regulation. *Law and Financial Markets Review*, 17(2). <https://doi.org/10.1080/17521440.2024.2347061>
- Maltais, A., & Nykvist, B. (2020). Understanding the role of green bonds in advancing sustainability. *Journal of Sustainable Finance and Investment*.
<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2020.1724864>
- Market analytics – ICMA. (2024). <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/sustainable-bonds-database/>
- Market Data – CBI. (2024). <https://www.climatebonds.net/market/data/>
- OECD. (2017). *Mobilising bond markets for a low-carbon transition*. OECD Publishing.
<https://doi.org/10.1787/9789264272323-en>
- Okafor, A., Adusei, M., & Edo, O. (2024). Effects of the utilization of green bonds proceeds on green bond premium. *Journal of Cleaner Production*, 469.
<https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.143131>
- Pham, L. (2016). Is it risky to go green? A volatility analysis of the green bond market. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 6(4). <https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1237244>
- Pohl, C., Schuler, G., & Schiereck, D. (2023). Borrower- and lender-specific determinants in the pricing of sustainability-linked loans. *Journal of Cleaner Production*, 385.
<https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.135652>
- Prokop, J., & Muller, R. (2023). Green Bond Financing and Corporate Environmental Performance. *European Journal of Comparative Law and Governance*, 10(3–4).
<https://doi.org/10.1163/22134514-bja10061>
- Pyka, M. (2023). The EU Green Bond Standard: A plausible response to the deficiencies of the EU Green Bond Market? *European Business Organization Law Review*, 24(4).
<https://doi.org/10.1007/s40804-023-00278-2>
- Regulation (EU) 2023/2631 of the European Parliament and of the Council of 25 September 2023 on Sustainable Finance. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32023R2631>
- Samgiorgi, I., & Schopohl, L. (2021). Why do institutional investors buy green bonds: Evidence from a survey of European asset managers. *International Review of Financial Analysis*.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101738>
- Ślażyńska-Kluczek, D. (2022). Zielone obligacje jako metoda finansowania projektów inwestycyjnych. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 1(2022).
<https://doi.org/10.33119/KNoP.2022.63.1.3>

- Sobik, B. (2023). Green bonds – financial innovation for sustainability financing: The case of the Polish green bond market and their development barriers. *Central European Economic Journal*, 10(57). <https://doi.org/10.2478/ceej-2023-0017>
- Wang, J., Tang, J., & Guo, K. (2022). Green Bond Index Prediction Based on CEEMDAN-LSTM. *Frontiers in Energy Research*, 9. <https://doi.org/10.3389/fenrg.2021.793413>
- Wang, S., & Wang, D. (2022). Exploring the relationship between ESG performance and green bond issuance. *Frontiers in Public Health*, 10. <https://doi.org/10.3389/fpubh.2022.897577>
- Zioło, M., Spoz, A., & Julińska-Sadłocha, E. (2021). *Zrównoważone rynki finansowe. Perspektywa krajowa i międzynarodowa*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Received: 10.01.2025
Accepted: 22.03.2025
Available online: 31.03.2025



Funding information: Not applicable. **Conflicts of interests:** None. **Ethical considerations:** The Author assures of no violations of publication ethics and takes full responsibility for the content of the publication.

EWOLUCJA I ZNACZENIE BANKOWYCH KANAŁÓW DYSTRYBUCJI

Marcin Józwiak*

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.45.03>

EVOLUTION AND SIGNIFICANCE OF BANKING DISTRIBUTION CHANNELS

ABSTRACT

The purpose of the article. The aim of this article is to present and evaluate the distribution channels used by retail banks, the determinants of banks' choice of these channels, and the directions of changes. The study will seek to answer the research question of what the evolution of distribution channels for banking products and services entails and what determines it.

Methodology. In analysing the banking distribution channels, the method of review and critical, descriptive and comparative analysis of the literature and reports of the banking sector was used.

Results of the research. Changes in distribution channels have been presented, from the basic model of distribution known for many years, which is the bank branch, to modern *multichannel* and *omnichannel* models. Using the example of changes in customer approach to the increasing use of the Internet and mobile applications in banking, the directions of changes in the banking sector's approach to the use of available distribution channels have been shown. The shift of customers from bank branches to the Internet and mobile applications, where customers have already learned to perform simple banking operations, has forced changes in the banking sector. Directions in the banking sector's move away from traditional brick-and-mortar branches towards combining them with other channels such as call centers, the Internet, or mobile applications to reduce costs and increase business efficiency have been indicated. Banks, by reducing costs and adapting to the observed trend of customers moving to remote channels, are beginning to reorganize their distribution network, including the bank branches themselves.

Keywords: banking, banks, distribution channels, *multichannel*, bank branches, cashless branches, *omnichannel*, bank transformation.

JEL Class: G20, G21, G29.

* Mgr, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki. Corresponding Author. E-mail: marcin.jozwiak@uni.lodz.pl

Ewolucja i znaczenie bankowych kanałów dystrybucji

Wszystko zaczęło się od włoskich handlarzy, zwłaszcza złotników, zajmujących się przekazywaniem monet kruszcowych od jednych klientów do drugih za pośrednictwem „ław” czy „kontuarów”. Tak wyglądała bankowość w początkach jej funkcjonowania. Wraz ze zmianą sposobów dokonywania płatności zmieniał się również podejście społeczeństw do pieniądza, bogactwa oraz źródeł jego pozyskania. W dzisiejszym świecie wyzwań, szybkości zmian w sposobie i stylu życia, a zwłaszcza oczekiwań klientów, bankowość wygląda zupełnie inaczej. Jeszcze na początku XX wieku to klienci dostosowywali się do kierunków dystrybucji wskazywanych przez banki. Kierunki zmian bankowych kanałów dystrybucji uległy znacznej ewolucji, odwracając zupełnie sposób dostosowywania się banków. Dziś to klient, jego potrzeby, miejsca, w którym przebywa czy forma w jakiej komunikuje się ze światem, dyktują sposoby dystrybucji produktów bankowych. Potrzeby dotyczące usług bankowych uległy zmianie. Rosnące tempo życia, dążenie społeczeństwa do szybkiej realizacji zadań i oczekiwania natychmiastowego efektu, znudzenie się oczekiwaniem, rosnąca potrzeba komfortu i wygody przy jednoczesnym dążeniu do maksymalizacji bezpieczeństwa, dokładając do tego szybko rosnącą konkurencyjność w sektorze bankowym, doprowadziły do przemiany tradycyjnego modelu banku kojarzonego z okienkiem i kolejkami (Witczak, 2024: 42). Szybkość rozwoju możliwości technologicznych oraz skutki pandemii Covid-19 doprowadziły do szybkiego wzrostu klientów korzystających z aplikacji mobilnych, kanałów internetowych, kosztem standardowych placówek bankowych. Właściwy wybór strategii dystrybucji produktów bankowych jest istotnym elementem budowania przewagi konkurencyjnej wśród sektora bankowego na całym świecie. Banki oferują klientom swoje produkty i usługi poprzez różne kanały dystrybucji (Goska, 2014). Dlatego właściwy dobór odpowiednich kanałów dystrybucji w zależności od segmentu, a właściwie od zachowań i oczekiwań tego segmentu, jest kluczowym czynnikiem sukcesu bankowości.

Celem niniejszego artykułu jest prezentacja i ocena kanałów dystrybucji wykorzystywanych przez banki detaliczne, determinanty wyboru przez banki tychże kanałów oraz kierunki zmian. Dokonano oceny trendów dotyczących bankowych kanałów dystrybucji za pomocą metody przeglądu i analizy krytycznej i opisowej literatury przedmiotu oraz raportów związanych z rozwojem bankowości internetowej i tradycyjnej.

W opracowaniu będzie poszukiwana odpowiedź na pytanie badawcze na czym polega ewolucja kanałów dystrybucji produktów i usług bankowych i co ją determinuje.

Definicja i rodzaje kanałów dystrybucji

Produkty, niezależnie czy mowa o produktach bankowych czy też jakichkolwiek innych, muszą być dystrybuowane klientom zgodnie z ich potrzebami, czyli w odpowiedniej formie, miejscu i czasie. Realizacja tego celu oznacza podejmowanie określonych działań przy wykorzystaniu określonych instrumentów. To zaś określa się poprzez pojęcie polityki dystrybucji i stanowi kolejny, po produkcji

i cenie, element marketingu-mix. Podstawą realizacji polityki dystrybucji są zatem kanały dystrybucji. W literaturze marketingu można znaleźć wiele różnych definicji tego pojęcia. Przez kanał dystrybucji rozumiany jest zbiór elementów sieci, na którą składają się: źródła, elementy pośrednie i ujścia strumieni produktów i usług (Ambroziak & Lewczuk, 2009). Kanał dystrybucji oznaczać może również kombinację wszystkich podmiotów uczestniczących w procesie oferowania produktów i usług konsumentom lub drogę, którą pokonuje produkt od wytwórcy do ostatecznego nabywcy, zmieniając właściciela, zwiększając wartość użytkową, przechodząc przez różne, powiązane ze sobą ogniwa pośrednie (Trojanowski, 2011).

Jak wskazuje Grzywacz, dystrybucja oznacza działalność zorientowaną na osiągnięcie zysku, obejmującą planowanie, organizowanie i kontrolowanie sposobu przemieszczania gotowych produktów bankowych z miejsc ich wytwarzania (centrale banku) do miejsc sprzedaży nabywcom ostatecznym (placówki bankowe i Internet). „Zadaniem dystrybucji jest dostarczanie klientom końcowym produktów przez nich pożądaných do miejsc, w których chcą je nabyć, w odpowiadającym im czasie, na uzgodnionych warunkach i po akceptowalnej przez nich cenie” (Grzywacz, 2006: 55). Oznacza to dokonanie wyboru przez bank odpowiednich kanałów dystrybucji produktów i świadczonych usług.

Kanał dystrybucji to – w dużym uproszczeniu – forma, za pomocą której odbywa się składanie zamówień oraz proces dostarczania produktu i usługi do nabywcy. Zamiennie stosuje się też określenia takie jak kanał sprzedaży czy komunikacji (BaseLinker, 2022). Jest to istotne zwłaszcza w kontekście zdobywania uwagi odbiorców, doprowadzania ich do zakupu oraz zadowolenia z poziomu obsługi klienta. We współczesnym świecie to szersza definicja kanałów dystrybucji. Do tej pory definicje kanałów dystrybucji opierały się o samo pojęcie dystrybucji, czyli dostarczania produktu do nabywcy. Szersze pojęcie kanałów dystrybucji dodaje aspekt zwracania uwagi i wzbudzania potrzeb zakupowych potencjalnych nabywców, dodając element zadowolenia klientów z całego serwisu towarzyszącego procesowi zakupu. Pamiętać należy, że banki to usługodawcy, a więc wytwarzane przez nich produkty są zdematerializowanymi usługami, co ma znaczący wpływ na wybór kanałów dystrybucji.

Idąc za Szelągowską (Iwanowicz-Drozdowska et al., 2017), możemy wyróżnić kanały dystrybucji w zależności od przyjętego kryterium. Z punktu widzenia liczby szczebli uczestniczących w dystrybucji od wytworzenia do klienta możemy wyróżnić:

- **Kanały bezpośrednie** – charakteryzują się uczestnictwem dwóch ogniw w dystrybucji – bank i klient, nie ma tu żadnych dodatkowych uczestników dystrybucji. Przykładem będą tutaj placówki bankowe (o ile jest to sieć własna, placówki typu franchisingu będą już przykładem kanału pośredniego), Internet, aplikacja mobilna, sprzedaż telefoniczna realizowana przez pracowników banku;
- **Kanały pośrednie** – tu mamy do czynienia z więcej niż dwoma ogniwami. Prócz banku i klienta pojawiają się pomiędzy nimi dodatkowe ogniwa dystrybucji – pośrednicy. Przykładem będą tutaj pośrednicy kredytowi lub finansowi, firmy leasingowe, towarzystwa

ubezpieczeniowe, agencje ratalne, sieci sprzedaży np. samochodów, sklepy internetowe, platformy zakupowe itp.

Innym podziałem prezentowanym przez Szelągowską (Iwanowicz-Drozdowska et al., 2017) jest kryterium znaczenia danego rodzaju kanału w polityce dystrybucyjnej banku. Według tego kryterium można wyróżnić:

- **Kanały podstawowe** – to główne kanały dystrybucji i z tego względu będą one najbardziej dochodowym źródłem dystrybucji i komunikacji z klientem.
- **Kanały pomocnicze** – są dodatkowymi kanałami w polityce dystrybucji i mają za zadanie wspieranie i uzupełnianie kanałów głównych (podstawowych).

Analizując literaturę można wyróżnić jeszcze kilka innych podziałów kanałów dystrybucji. Z punktu widzenia liczby ogniw (szczebli) uczestniczących w dystrybucji (tzw. przekrój pionowy) wyróżnia się **kanały krótkie**, czyli takie z małą liczbą uczestników i **kanały długie**, czyli kanały pośrednie z udziałem dużej liczby ogniw, czyli uczestników. Długość kanału określana jest tu przez liczbę ogniw (szczebli-pośredników).

Innym kryterium będzie przekrój poziomy, w którym szerokość kanału określa liczbę pośredników tego samego rodzaju na każdym szczeblu dystrybucji, co pozwala z kolei na wyróżnienie **kanałów wąskich** – niewielka liczba pośredników na poszczególnych szczeblach kanału, oraz **kanałów szerokich** – produkty oferowane są do sprzedaży przez dużą liczbę pośredników działających na tym samym szczeblu (Kuczamer-Kłopotowska, 2005: 184–185).

Tabela 1

Podział kanałów dystrybucji według kryteriów i przykłady z sektora bankowego

Kryteria podziału		
Rodzaj uczestników	Liczba szczebli pośrednich	Liczba pośredników w danym szczeblu
BEZPOŚREDNIE	KRÓTKIE	WĄSKIE
Placówki bankowe	Placówki bankowe	Placówki bankowe
Internet	Internet	Internet
Aplikacje mobilne	Aplikacje mobilne	Aplikacje mobilne
Contact Center	Contact Center	Contact Center
	Oddziały innych banków	Oddziały innych banków
POŚREDNIE	Pośrednicy finansowi	Pośrednicy finansowi
Oddziały innych banków	Oddziały franczyzowe	Oddziały franczyzowe
Pośrednicy finansowi	Firmy ubezpieczeniowe	Firmy ubezpieczeniowe
Oddziały franczyzowe	Platformy zakupowe	Platformy zakupowe
Firmy ubezpieczeniowe		
Platformy zakupowe	DŁUGIE	SZEROKIE
Agencje ratalne	nie występują w sektorze bankowym	nie występują w sektorze bankowym
Firmy leasingowe		

Źródło: opracowanie własne na podstawie Goska (2014: 23–37).

Z punktu sektora bankowego ważny będzie jeszcze jeden podział kanałów dystrybucji. Biorąc pod uwagę powiązania własnościowe między bankiem a pośrednikami uczestniczącymi w kanale,

wyodrębnić można jeszcze kanały własne, częściowo własne i obce. Przykładem kanałów własnych będą np. placówki, kanałami częściowo własnymi np. placówki franchisingowe, a kanały obce to pośrednicy kredytowi lub finansowi, firmy leasingowe, towarzystwa ubezpieczeniowe, agencje ratalne itp. Podział kanałów dystrybucji wykorzystywanych w sektorze bankowym z punktu widzenia różnych kryteriów podziału przedstawia szczegółowo tabela 1.

Na potrzeby niniejszego artykułu przyjęto, że do bankowych kanałów dystrybucji zaliczać można oddziały bankowe, *Contact Center*, dostęp do bankowości Internetowej i poprzez aplikacje mobilne. Autor w niniejszym artykule nie będzie zajmował się kanałami pośrednimi. Można zatem przyjąć zgodnie z powyższą klasyfikacją, że tematem artykułu będą kanały wąskie, krótkie i bezpośrednie.

Charakterystyka kanałów dystrybucji sektora bankowego w Polsce

Polityka w zakresie dystrybucji obejmuje organizację i regulację wszystkich działań banku, celem których jest dostarczenie usługi do klienta z punktu jej wytworzenia. Rola dystrybucji usług bankowych ulega ciągłym zmianom. Trudnością sektora bankowego jest obecnie trudność w znalezieniu przewagi konkurencyjnej. Banki oferują podobny zakres usług o zbliżonej cenie, dlatego muszą stosować takie strategie dystrybucji usług, aby pozyskać jak największą liczbę klientów po jak najniższym koszcie (Iwanowicz-Drozdowska et al., 2017: 197). Idąc za tym stwierdzeniem sektor bankowy nieustannie poszukuje takich rozwiązań technologicznych i możliwości, aby z jednej strony szerzej dotrzeć do klientów w miejscu i czasie odpowiednim dla tychże, przy jednoczesnym ograniczaniu kosztów tych kanałów dystrybucji. Po drugiej stronie banki muszą brać pod uwagę oczekiwania klientów, które wraz ze zmianami w nawykach, rosnącym wykorzystywaniem przez ludność nowych technologii, brakiem czasu, zmianami stylu życia, szybko się zmieniają.

Według autora opracowania kształtowanie bankowych kanałów dystrybucji uzależnione jest od wielu różnych czynników:

- Pierwszym z nich jest sam **produkt** oferowany klientom i jego cechy. Proste produkty bankowe nie będą wymagały wyspecjalizowanych kanałów dystrybucji, natomiast produkty złożone lub skomplikowane z punktu widzenia klienta takie jak np. kredyty hipoteczne, będą wymagały wyboru innych kanałów dystrybucji. Na przykład skomplikowane inwestycje, finansowanie złożonych transakcji będzie wymagało zaangażowania wyspecjalizowanego doradcy, podczas gdy założenie prostej lokaty może być oferowane w kanałach zdalnych, gdyż nie wymaga udziału personelu.
- **Cena** produktu będzie miała duże znaczenie przy wyborze kanału dystrybucji. Drogie produkty będą oferowane przez kanały krótkie, tak by droga do klienta była najkrótsza. Oznacza to najczęściej kanał bezpośredni bank-klient, gdzie obsługa jest bardzo mocno

spersonalizowana. Natomiast produkty tanie mogą być oferowane masowo przez kanały dłuższe.

- Kolejnym istotnym czynnikiem są **zasoby finansowe** banku. Chodzi tu o to, jak kosztowny jest dany kanał dystrybucji, jego zbudowanie, utrzymanie. Czy dystrybucja danym kanałem będzie opłacalna. Chodzi tu oczywiście o prosty rachunek ekonomiczny, czy bank stać na dystrybucję poprzez dany kanał.
- Następnym elementem wyboru kanału dystrybucji będą **zasoby ludzkie**. To, jaką bank ma kadrę, jak wysoce wyspecjalizowaną i wyszkoloną, czy poziom tej kadry jest adekwatny do oferowanych w tym kanale produktów. Mowa tu na przykład o sytuacji, w której bank decyduje się na sprzedaż kredytów hipotecznych w sieci placówek. Decydując się na taką formę musi mieć w tych placówkach odpowiednią kadrę doradców.
- **Zaawansowanie technologiczne** danego banku będzie następnym kryterium przy wyborze kanałów dystrybucji. To, jak dalece ma rozwiniętą technologię, będzie decydowało na to jak dalece może sobie pozwolić na sprzedaż w kanałach zdalnych i jak skomplikowane produkty może w tych kanałach oferować.
- Kolejnym kryterium będą zastosowane przez bank **segmenty klientów**. Ma to znaczenie zwłaszcza w sposobie dotarcia do danego segmentu, jego preferencji, stylu funkcjonowania, skłonności zakupowych, cech jakim dany segment się charakteryzuje. Dla przykładu, jeśli bank określił sobie segment docelowy jako „segment senior” i zdefiniował go jako klienci z przedziału wiekowego 60+ a jednocześnie chce do tych klientów docierać wybierając jedynie kanał internetowy, musiałby dokonać analizy czy segment ten jest na tyle zaawansowany technologicznie, aby móc obsługiwać się poprzez ten kanał dystrybucji.
- Bardzo istotnym czynnikiem, nie tylko przy wyborze kanałów dystrybucji, jest **konkurencja**. Działania innych banków mają duży wpływ na wybory dokonywane przez banki. Jeśli dany bank znajdzie np. niszę w dystrybucji, nowy kanał lub możliwości dotarcia do klientów może to doprowadzić do przewagi konkurencyjnej nad pozostałymi bankami. Przeoczenie takiej sytuacji może doprowadzić nawet do znacznego oddalenia się danego banku od pozostałych graczy, a ich dogonienie może być trudne, czasochłonne i skutkować poniesieniem znacznych nakładów finansowych. Przykładem mogą być tu nowe technologie, które do tej pory nie były wykorzystywane w sektorze bankowym a ich wprowadzanie przez poszczególnych uczestników rynku bankowego powodowało, że konkurenci musieli się dostosowywać nie chcąc stracić klientów (np. rozwój bankowych aplikacji mobilnych).
- **Cechy pośredników** – ten czynnik będzie miał znaczenie, jeśli bank wybierze prócz kanałów bezpośrednich kanały pośrednie. Ma to znaczenie z wielu punktów. Po pierwsze należy pamiętać, że bank jest instytucją zaufania publicznego i dobór partnerów ma tu ogromne znaczenie w budowaniu tego zaufania. Wybór niewłaściwych partnerów może mieć wpływ

na reputację banku. Po drugie należy brać pod uwagę zasięg pośredników, ich formy działania i kanały dotarcia do klientów. Po trzecie ich infrastrukturę, choćby technologiczną czy będzie ona kompatybilna z bankową. Po czwarte dobór partnerów może mieć wpływ na budowanie poufności i bezpieczeństwa danych klientów. I po piąte struktura pośredników. Im jest bardziej rozbudowana i wielostopniowa tym większe są koszty które ponosi klient.

Na podstawie informacji przedstawionych powyżej można wyciągnąć wniosek, że występuje wiele czynników wpływających na wybór kanałów dystrybucji. Nie należy jednak rozpatrywać ich odrębnie. Tylko jednoczesna analiza wszystkich elementów daje możliwość wyboru odpowiedniej strategii dystrybucji. Idąc za Szelągowską, tworząc strategię dystrybucji usług bankowych określa się, jakie kanały dystrybucji będą wykorzystywane, jaką rolę będą odgrywać w systemie dystrybucji, jak duża będzie sieć dystrybucji, jaka będzie struktura tej sieci, w jakich miejscach będą zlokalizowane oddziały i inne punkty dystrybucji, jakie pole wyboru odnośnie do wykorzystywanych kanałów zostawi się klientowi oraz jaką rolę w procesie dystrybucji odgrywać będą partnerzy handlowi i pośrednicy (Szczepaniec, 2004, s.196).

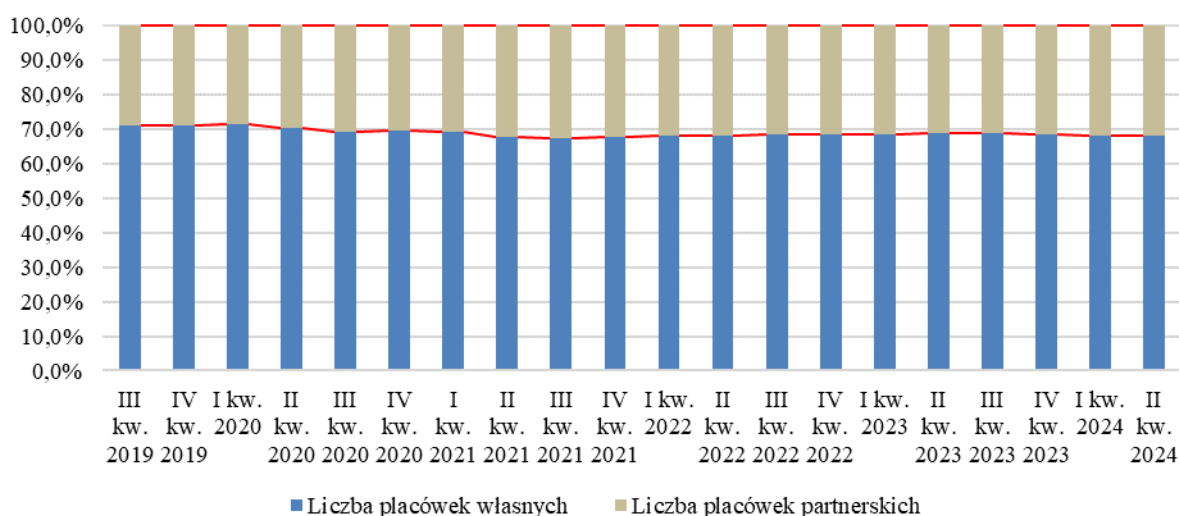
Dystrybucja produktów bankowych opiera się na kanałach głównie bezpośrednich. Banki wykorzystują też kanały pośrednie, ale w przeważającej mierze są to kanały krótkie ograniczające się do maksymalnie jednego pośrednika w układzie pionowym. Oznacza to, że na drodze dystrybucji od banku do klienta pośredniczy maksymalnie jeden szczebel (ogniwo) – pośrednik. Przykładowi pośrednicy w dystrybucji produktów bankowych to biura maklerskie, firmy leasingowe, firmy ubezpieczeniowe, agencje sprzedaży ratalnej, pośredników kredytowych, placówki pocztowe, przedsiębiorstwa handlowe czy też sieci hipermarketów, platformy zakupowe, sieci komórkowe, salony samochodowe itp.

Wśród kanałów pośrednich dużą rolę odgrywają placówki partnerskie na zasadach franczyzy. Franczyza bankowa to system sprzedaży usług i produktów bankowych przed odrębny i niezależny podmiot - przedsiębiorcę, oparty na ścisłej i ciągłej współpracy pomiędzy prawnie i finansowo odrębnymi i niezależnymi przedsiębiorstwami w którym jedno z nich to bank. Przedsiębiorstwo działa pod szyldem i marką banku oraz na ściśle określonych zasadach i procedurach. Rozwój sieci franczyzowej jest dla banku sposobem na efektywne pod względem kosztowym poszerzenie zasięgu. Daje bankowi możliwość zaoferowania swoich produktów większej liczbie klientów, poprzez poszerzenie swojej sieci placówek. To z kolei daje mu możliwość szybszego i szerszego dotarcia do klientów. Banki decydują się głównie na ten rodzaj kanału dystrybucji na mniejszych rynkach, w mniejszych miejscowościach. Wynika to głównie z rachunku ekonomicznego, gdzie otwieranie placówek własnych może być ekonomicznie nieuzasadnione, wobec czego nie angażuje własnego kapitału, a korzysta z kapitału zewnętrznego partnera, w tym przypadku franczyzobiorcy. Dla banków forma placówki partnerskiej daje możliwość szybkiego rozwoju sieci dystrybucji przy jednoczesnym obniżeniu kosztów funkcjonowania sieci i mniejszym zaangażowaniu kapitałów własnych w jej rozbudowę. Szacuje się, że koszty stałe związane z utrzymywaniem własnej sieci dystrybucji w formie

placówek stacjonarnych są nawet 10-krotnie większe niż sieci opartej na franczyzie (Węclawski, 2009). Wybór przez banki tej formy dystrybucji niesie jednak sporo ryzyk. Francyzobiorca działający w imieniu banku pozostaje jednak pozostaje samodzielnym przedsiębiorcą działającym na własny rachunek. Choć obowiązują konkretne zapisy umowy, to pozostaje on nadal przedsiębiorcą działającym na własny rachunek. Może tu dochodzić do rozbieżności celów, strategii, co wiąże się ze sporym ryzykiem operacyjnym po stronie banku. Wynikać to może również z obaw o przestrzeganie regulacji i przepisów prawa bankowego. Należy pamiętać, że sektor bankowy jest jednym z najbardziej sformalizowanych i uregulowanych sektorów działalności, podlegającym dużej liczbie regulatorów i kontroli. To banki sprzedając swoje produkty i usługi poprzez placówki partnerskie ponoszą odpowiedzialność wobec klientów w zakresie bezpieczeństwa powierzonych przez nich środków pieniężnych oraz terminowości realizacji zobowiązań. Klienci nie odczuwają, że kupując dany produkt czy usługę dokonują zakupu w placówce partnerskiej. Placówki te z punktu widzenia klienta są tak samo obrendowane, tak samo wyglądające jak placówki własne banku. Klient dokonując zakupu w takiej placówce ma przeświadczenie, że kupuje bezpośrednio w danym banku, a nie przez pośrednika. Bank tworząc taki system dystrybucji ryzykuje własną reputację. Zaznaczyć tu trzeba, że cały sektor bankowy jest sektorem zaufania publicznego i to na tym zaufaniu opiera się cały mechanizm funkcjonowania sektora. To kluczowy czynnik ryzyka operacyjnego i reputacyjnego przy wyborze tej formy kanału dystrybucji. Między innymi z tych względów udział placówek partnerskich w wszystkich kanałach dystrybucji nie jest znaczący (Węclawski, 2009). Jak pokazują dane z rysunku 1 placówki partnerskie stanowią około 30% sieci oddziałów bankowych i mimo trwającego spadku ogólnej liczby oddziałów, udział ten na przestrzeni lat się utrzymuje.

Rysunek 1

Zmiany w strukturze placówek własnych i partnerskich w Polsce w latach 2019–2024



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: Boczoń (2020).

Z innego punktu podziału bankowych kanałów dystrybucji mamy do czynienia z grupą kanałów krótkich i wąskich. Oznacza to, że w ścieżce dystrybucji mamy tu głównie bank i klienta. Wynika to głównie ze specyfiki produktów bankowych, którymi są usługi głównie transakcyjne. Produkty bankowe są zdematerializowane, dlatego nie ma tu fizycznego przepływu produktów, co znacznie upraszcza rodzaje wykorzystywanych kanałów dystrybucji do wyżej wymienionych. Nie istnieje także przenoszenie prawa własności, ponieważ w przypadku kredytów środki stawiane są do dyspozycji klientowi, a w przypadku lokat bankowi przez określony czas i za ustalone wynagrodzenie (Chwirot-Zakrzewska, 2004: 2).

W teorii marketingu bankowego do tej pory mówiło się o trzech podstawowych modelach dystrybucyjnych (Pietrzak, 2002: 36):

- model dystrybucji wyłącznie stacjonarnej (*bricks and mortar*),
- model dystrybucji wyłącznie elektronicznej (*clicks only*),
- model dystrybucji wielokanałowej (*bricks and clicks*).

Model dystrybucji stacjonarnej polega na budowaniu sieci placówek bankowych z obsługą bezpośrednią, choć powstają już placówki bezosobowe. Jest to bardzo tradycyjny model dystrybucji i podstawowy. Mimo to może on bardzo różnie wyglądać z punktu widzenia swojej struktury, wielkości poszczególnych oddziałów, lokalizacji, zakresu dostępnych dla klientów czynności i produktów dostępnych w danej placówce. Wszystko zależy od wybranej przez bank strategii i segmentów klientów do jakich bank chce dotrzeć. Należy brać pod uwagę, że ten model może być dość kosztowny. Wynika to bowiem z nakładów ponoszonych na budowę i utrzymanie fizycznych placówek oraz koszty personelu, które ogólnie w kalkulacji ekonomicznej są jednym z wyższych.

Model dystrybucji elektronicznej polega na oferowaniu produktów i usług wyłącznie poprzez Internet, czyli tzw. bankowość elektroniczną za pomocą stron bankowych lub aplikacji mobilnych. Przykładem takiej formy dystrybucji i jednocześnie prekursorem na rynku Polskim był mBank. W momencie powstania w 2000 roku oferował swoje produkty tylko poprzez Internet i nie posiadał żadnych oddziałów. Główna zaleta tego rozwiązania tkwi w pokonaniu bariery przestrzennej i czasowej w procesie dostarczania produktów i usług, gdyż w przypadku bankowości elektronicznej ograniczenia te praktycznie nie występują (Pietrzak, 2002: 38).

Model dystrybucji wielokanałowej (*multichannel*) jest połączeniem dwóch poprzednich modeli. Polega na jednoczesnym tworzeniu kanałów dystrybucji stacjonarnej z wykorzystaniem kanałów Internetu i *Contact Center*. Model wielokanałowy powstał w odpowiedzi na pojawiające się nowe możliwości technologiczne i oczekiwania klientów. Klienci nie chcieli korzystać tylko z placówek bankowych. Szybki rozwój Internetu i wykorzystanie nowych technologii wykorzystały także banki. Klient może jedną operację realizować używając kilku kanałów lub wybierając kanał, w którym chce dokonać transakcji. Możliwa jest także taka opcja, w której wybrane produkty są dostępne przez kanał stacjonarny a inne przez kanał internetowy. Nie oznacza to, że banki oferują produkty bankowe poprzez różne kanały. W modelu tym ważnym elementem jest funkcjonowanie tych kanałów we wzajemnym

powiązaniu informacyjnym i technicznym. Należy zwrócić tu uwagę, że banki budując wielokanałowy model dystrybucji tak projektują kanały, aby podnosić ich możliwości oraz ich komplementarność z innymi już funkcjonującymi kanałami z uwzględnieniem potrzeb i oczekiwań swoich klientów. Od strony klienta taki model dystrybucji oznacza wykorzystanie więcej niż jednego kanału, gdyż żaden z kanałów nie spełnia jego wszystkich oczekiwań. Tak na przykład placówka bankowa ma ograniczenia miejsca i czasu podczas gdy Internet tych ograniczeń nie posiada. Internet z kolei nie będzie mógł klientowi doradzić czy pomóc w obsłudze bardziej skomplikowanych produktów, z czym świetnie poradzą sobie doradcy w placówce. Zatem każdy z kanałów ma dla klientów zarówno pewne zalety, jak i określone wady. Klienci używają różnych dostępnych kanałów w sposób komplementarny. Od strony zarządzania przez bank model ten opiera się na oddzielnym zarządzaniu poszczególnymi kanałami dystrybucji. Może to prowadzić do sytuacji różnych cen produktów w zależności od kanału, w którym jest oferowany, różnych cech tego samego produktu, różnic w sposobie promocji, kontaktu z klientem. Wynika to z różnic w zarządzaniu poszczególnymi kanałami i przyjętej przez zarządzających nimi strategii. Poszczególne kanały, tak jak już wspomniano, uzupełniają się, co nie oznacza ich spójności w dotarciu do klienta, czy też współpracy pomiędzy kanałami. Z czasem banki zauważyły, że taki model jest mniej efektywny. W poszukiwaniu przewagi konkurencji, ale także, a może przede wszystkim w lepszym dotarciu do klienta i w zwiększeniu jego zadowolenia, banki zaczęły zastanawiać się jak lepiej wykorzystać synergii poszczególnych kanałów. Zaczęła powstawać nowa koncepcja zwana modelem dystrybucji **wszechkanałowej** – *omnichannel*.

W dalszej części artykułu autor przedstawi, że dotychczasowy podział na powyższe modele ewoluował w odpowiedzi na zmieniającą się szybko rzeczywistość, zarówno wynikającą z wewnątrz samych banków, ale przede wszystkim otoczenia i zachowań samych klientów.

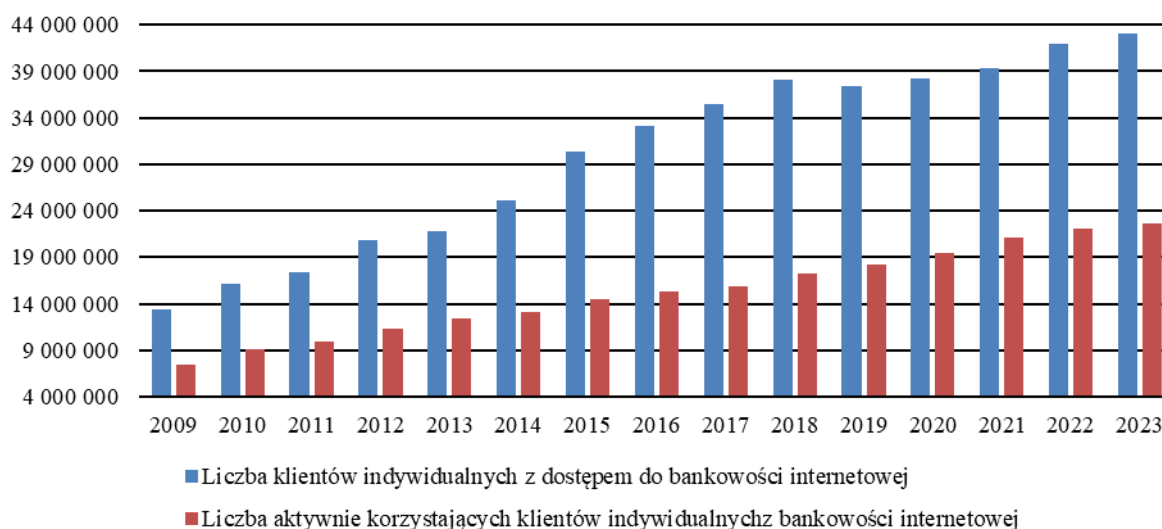
Uwarunkowania zmian w podejściu do bankowych kanałów dystrybucji

Od lat zaobserwować można nieustanny trend w przechodzenia klientów od stacjonarnych zakupów, początkowo w kierunku zakupów internetowych za pomocą komputera, aż po coraz większy wzrost udziału aplikacji mobilnych. Od 2007 roku, kiedy to iPhone wprowadził nowy model telefonów komórkowych rozszerzając funkcje tego urządzenia poza samą komunikację z drugą osobą, minęło 17 lat. Miało to ogromne znaczenie na zmianę sposobu wykorzystania telefonu. Szybki rozwój technologii rozszerzającej funkcje telefonu o różnego rodzaju aplikacje, dzięki którym klienci mogli robić zakupy, miał swoje przełożenie również w bankowości. Na koniec 2023 r. praktycznie cały obszar kraju 99% był objęty zasięgiem Internetu mobilnego o maksymalnej prędkości co najmniej 100 Mb/s. W 2023 r. liczba klientów mobilnego dostępu do Internetu, świadczonego za pomocą kart SIM wykorzystywanych w dedykowanych urządzeniach, wzrosła o 1,6% wobec poprzedniego roku i wyniosła 8,9 mln (UKE, 2024). Jak wynika z analiz rynkowych obecnie 79% Polaków posiada smartfon, a 2/3 Polaków korzysta z aplikacji mobilnych przynajmniej raz w roku. Według danych

Sidusis na koniec listopada 2024 r. 7,7 mln gospodarstw domowych znajdowało się w zasięgu Internetu szerokopasmowego co oznacza, że ich liczba dynamicznie zwiększyła się w porównaniu z rokiem 2023 (Bankier.pl, 2025). Operatorzy telekomunikacyjni nie tylko poszerzają zasięg, ale także koncentrują się na stałej migracji abonentów na łącza gwarantujące wysokie przepustowości. W naturalny więc sposób trend ten wypiera stacjonarne lokalizacje. Rozwój technologii mobilnych, rozwój Internetu, jego większa dostępność i coraz większa szybkość przetwarzania danych wpływa na zachowania klientów, ich przyzwyczajenia i uniezależnia ich od miejsca, w którym przebywają. Internet zrewolucjonizował wiele dziedzin życia od sfer społecznych po sfery zakupowe. Sektor bankowy nie mógł pozwolić sobie na zignorowanie tej formy dotarcia do klienta. W obecnych czasach to klient jest punktem wyjścia w oferowaniu produktów także bankowych. W porównaniu do działalności tradycyjnych kanałów dystrybucji jakim są placówki stacjonarne, rozwój Internetu stworzył możliwość szybkiego i mniej kosztownego dotarcia do klientów i zaspokojenia ich potrzeb w oderwaniu od tradycyjnej placówki bankowej. Widać to w zachowaniach klientów. Na koniec 2023 roku liczba klientów indywidualnych z dostępem do bankowości internetowej według raportu NetB@nk wynosiła 49,05mln, co stanowi ponad dwukrotny wzrost w ciągu 10 lat (Raporty NetB@nk, n.d.). Szczegółowy wykaz wzrostu bankowości internetowej na przestrzeni 2009–2023 przedstawia rysunek 2.

Rysunek 2

Liczba klientów detalicznych sektora bankowego z dostępem do bankowości internetowej w Polsce w latach 2009–2023



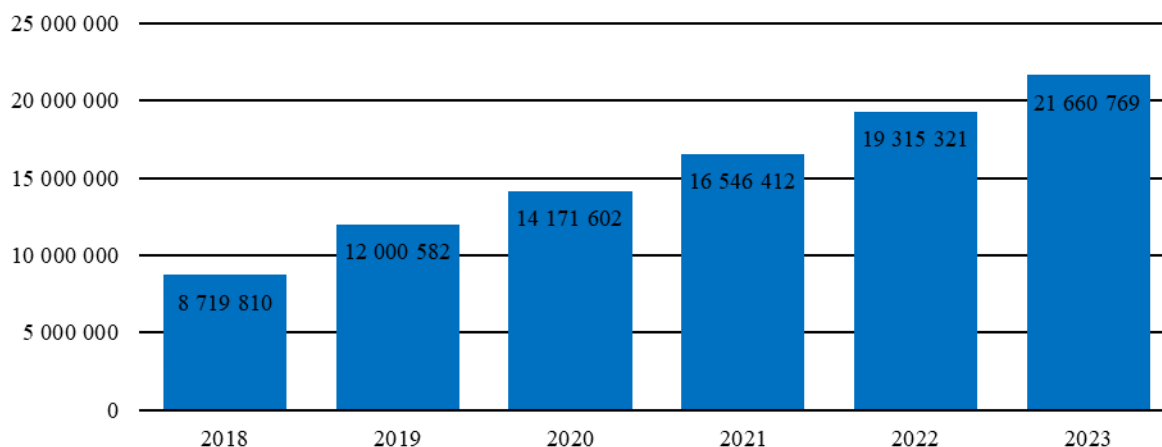
Źródło: opracowanie własne na podstawie Raportów NetB@nk (n.d.).

Rośnie także udział bankowych aplikacji mobilnych. Według danych raportu Netb@nk od 2018 roku, kiedy to zaczęto analizować trend w aplikacjach bankowych, liczba użytkowników aplikacji

bankowych wynosiła 8,7mln, gdy w 2023 już 21,6mln. W ciągu 6 lat to jest prawie 2,5 krotny wzrost (Raporty NetB@nk, n.d.). Zmianę w latach 2018–2023 pokazuje rysunek 3.

Rysunek 3

Liczba użytkowników bankowych aplikacji mobilnych klientów detalicznych sektora bankowego w Polsce w latach 2018–2023



Źródło: opracowanie własne na podstawie Raportów NetB@nk (n.d.).

W dużej mierze do tej tendencji przyczyniła się pandemia Covid-19, gdzie w dobie zamknięcia obsługi stacjonarnej klienci musieli szybko przenieść się w strefę internetową i mobilną. Nie dotyczyło to tylko bankowości, ale to właśnie ten sektor zmuszony był zareagować najszybciej i w szybkim tempie rozbudować funkcjonalność posiadanych aplikacji by dostarczyć klientom potrzebne produkty i usługi, które do tej pory klienci przyzwyczajeni byli dokonywać w placówkach stacjonarnych. Zamknięcie przestrzeni publicznej i ograniczenia w przemieszczaniu spowodowały naturalną alokację się klientów do kanałów internetowych i mobilnych, ograniczając do minimum obsługę stacjonarną.

W opublikowanych badaniach Rybacka (2023) wskazuje, że koronawirus i związana z nim sytuacja wpłynęły na wzrost zainteresowania klientów banków wykorzystaniem aplikacji mobilnej, powodując tym samym mniejsze zainteresowanie bankowością internetową. Podkreśla, że w okresie pandemii o 72% wzrosły płatności telefonem i o 44% więcej ankietowanych korzystało z usługi BLIK. To pokazuje skalę zmian w bankowych kanałach dystrybucji.

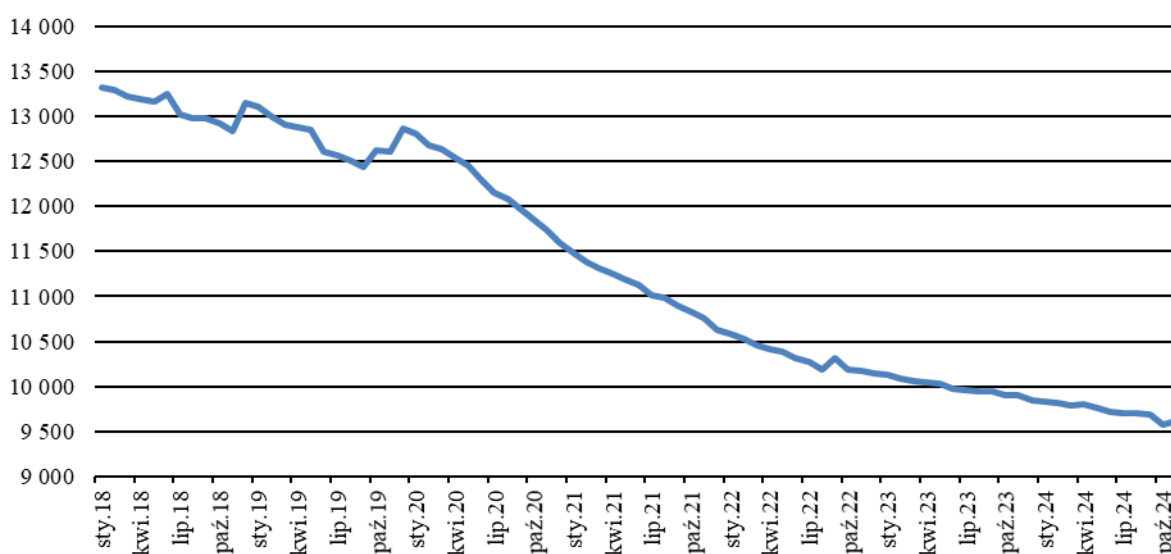
Wzrostowi kanału internetowego w systemie dystrybucji sektora bankowego towarzyszą niskie koszty operacyjne. Wynika to z dwóch podstawowych źródeł. Po pierwsze nie wymaga to budowania kosztownej sieci oddziałów. Po drugie prowadzi to do redukcji kosztów pracowniczych na skutek szybkiego procesu automatyzacji wielu zadań i operacji. W efekcie średni koszt transakcji dokonanej przez Internet jest kilkakrotnie niższy od kosztu tej samej transakcji wykonanej w tradycyjny sposób. Niskie koszty operacyjne przekładają się na możliwość oferowania klientom korzystnych warunków

oprocentowania, opłat i prowizji. Powoduje to wzrost konkurencyjności cenowej bankowości elektronicznej wobec bankowości tradycyjnej.

Kolejnym czynnikiem zmian w podejściu do bankowych kanałów dystrybucji są zmiany w kanale stacjonarnym – czyli sieci naziemnej. Przeniesienie się klientów w stronę kanałów internetowych i *mobile*, przy rosnących kosztach utrzymania kanałów naziemnych jakimi są placówki bankowe powoduje, że banki z dużą siecią naziemną mocno ograniczają tę sieć, a pozostali próbują efektywniej wykorzystać i dostosować sieć placówek do nowych oczekiwań klientów.

Rysunek 4

Liczba oddziałów banków w Polsce w latach 2018–2024



Źródło: opracowanie własne na podstawie KNF (n.d.).

Z raportu opublikowanego przez KNF (KNF, n.d.; Boczoń, 2023a) wynika, że placówek bankowych cały czas ubywa. Według tego raportu na koniec listopada 2024 r. liczba oddziałów bankowych, filii, ekspozytur i przedstawicielstw, wynosiła 9,611 tys., czyli o 293 mniej niż rok temu. Począwszy od 2018 roku do listopada 2024, czyli na przestrzeni 6 lat naziemna sieć bankowa w Polsce skurczyła się o ponad 3,7 tys. punktów obsługi klientów. Spadek ten stanowi prawie aż 28% w stosunku to stycznia 2018 roku. Analizując dane zmian w liczbie oddziałów w Polsce na przestrzeni lat 2018–2024, które przedstawia rysunek 4, widać, że do końca 2019 roku tendencja choć była spadkowa, to widać było próby również wzrosty liczby oddziałów, co zdaniem autora wynikało z reorganizacji i prób poszukiwania nowych sposobów organizowania sieci sprzedaży przez banki w Polsce. Sytuacja bardzo się zmieniła zaczynając od 2020 roku. Od tego momentu można zauważyć ciągły i równy spadek liczby oddziałów bankowych. Jest to wpływ pandemii Covid-19, który wymusił na sektorze, ale i klientach zmiany nie tylko w sektorze bankowym. Zamknięcie klientów w domach spowodowało znaczne zmniejszenie potrzeby placówek naziemnych przy jednoczesnym zapotrzebowaniu na poszukiwanie

przez sektor innych kanałów dotarcia do klienta. Do roku 2022 spadek liczby oddziałów był dość dynamiczny i od 2023 widać wyhamowanie spadku liczby placówek, ale nadal jest to spadek. Zdaniem autora jest to wynik przystosowania się klientów po okresie pandemii Covid-19 do nowych kanałów dystrybucji nie tylko w sektorze bankowym. Klienci nauczyli się zmuszeni sytuacją wynikającą z lockdownu do korzystania z kanałów zdalnych. Oczywiście nie odbyłoby się to bez dostarczenia przez „zmuszone” sytuacją pandemii banki do stworzenia nowych procesów, procedur i zastosowania nowej technologii, która umożliwiła klientom łatwe i sprawne korzystanie z bankowych produktów w Internecie i aplikacji mobilnej.

Tabela 2

Liczba oddziałów własnych największych banków detalicznych w Polsce IQ2021–IQ2024

Bank	IQ 2024	IQ 2023	IQ 2022	IQ 2021	zmiana IQ 2024 do IQ 2021
Alior Bank	178	174	192	200	-22
Bank Millennium	373	391	428	453	-80
Bank Pekao	487	507	559	652	-165
Bank Pocztowy	132	132	132	140	-8
BNP Paribas	356	387	405	431	-75
Credit Agricole	254	265	284	316	-62
ING Bank Śląski	205	227	253	281	-76
mBank	81	82	131	137	-56
PKO Bank Polski	945	963	972	998	-53
Santander Consumer Bank	315	332	363	446	-131

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zamieszczonych w raportach: Boczoń (2024c; 2023c; 2022b).

Część oddziałów znika, a część przechodzi metamorfozę. Zmiany w liczbie oddziałów własnych największych banków detalicznych w Polsce w latach 2021–2024 przedstawia tabela 2. Zamykanie placówek przez banki wynika z rachunku ekonomicznego. Placówki generują wysokie koszty, a jednocześnie w coraz mniejszym stopniu przyczyniają się do tworzenia przychodów. To zdaniem autora kolejny czynnik zmian w bankowych kanałach dystrybucji. W wyniku przeniesienia wielu czynności i procesów do Internetu, których głównym katalizatorem były czynniki pandemii oraz wskutek powszechnego używania instrumentów bezgotówkowych, nie ma konieczności odwiedzania placówki przez klientów (Supernak, 2023). Dominującym obecnie trendem jest przekształcanie tradycyjnych oddziałów w tzw. oddziały bezgotówkowe, które nie są wyposażone w stanowiska do obsługi kasowej. Czynności te przejmują specjalne maszyny zlokalizowane w tych placówkach. Klient w takiej placówce nie zrealizuje operacji wpłat i wypłat gotówki (Boczoń, 2024a). Zmiany w tym zakresie w latach 2021–2024 w największych bankach detalicznych w Polsce przedstawia tabela 3.

Tabela 3*Liczba oddziałów bezgotówkowych największych banków detalicznych w Polsce IQ2021–IQ2024*

Bank	IQ 2024	IQ 2021	zmiana IQ 2024 do IQ 2021
Alior Bank	2	13	-11
Bank Millennium	171	81	90
Bank Pekao	2	6	-4
BNP Paribas	183	124	59
Credit Agricole	146	7	139
ING Bank Śląski	150	165	-15
mBank	33	31	2
PKO Bank Polski	50	26	24
Santander Bank Polska	35	17	18

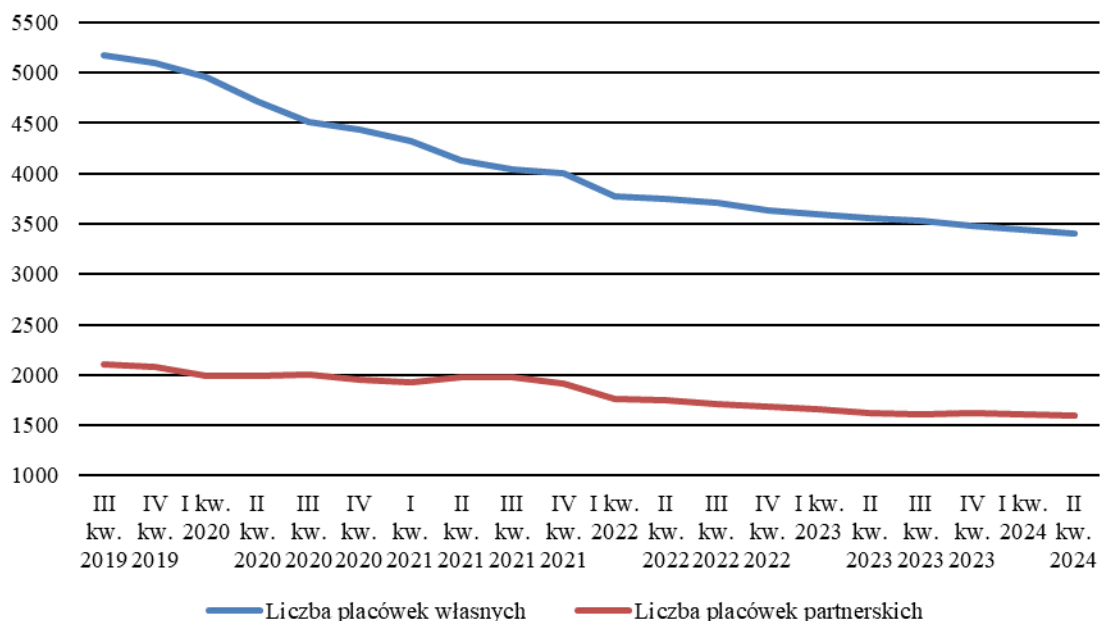
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zamieszczonych w raportach: Boczoń (2024b; 2023b; 2022a).

Czy zachodzące zmiany wynikają z rodzaju placówki bankowej? Według raportu opublikowanego przez Puls Biznesu na koniec IV kwartału 2019 roku sieć placówek partnerskich stanowiła 2084 podczas gdy na koniec II kwartału 2024 już tylko 1 601. Patrząc na rysunek 5 pokazujący zmiany w liczbie placówek partnerskich i sieci własnej, widać, że w obu rodzajach sieci dystrybucji nastąpiły zmiany na przestrzeni lat. Należy zauważyć, że tendencja spadkowa bardziej dotknęła sieci własnej, choć i sieć placówek partnerskich jest w trendzie spadkowym i nie uniknie zmian zachodzących w sektorze. Mniejsza tendencja spadkowa według autora wynika z dwóch czynników. Po pierwsze liczba placówek własnych była znacznie większa niż sieć partnerska. Jak pokazuje rysunek 1 struktura placówek bankowych własnych i partnerskich na przestrzeni 5 lat zmieniła się nieznacznie. Oscyluje ona w proporcjach 30/70 co potwierdza tezę autora, że większa dynamika w zamykaniu placówek własnych wynika z większej jej liczby. Drugą przesłanką jest rachunek ekonomiczny. Sieć własna generuje większe koszty utrzymania, chociażby te wynikające z zatrudnienia pracowników, wynajmu powierzchni, podczas gdy w placówkach partnerskich większość tych kosztów ponosi partner banku.

Na przyszłość placówek bankowych mają wpływ przede wszystkim nowe technologie oraz preferencje klientów, które mocno się zmieniają. Wzrost liczby ludności korzystającej z bankowości internetowej i mobilnej wymusza, i będzie wymuszać w przyszłości, zmiany strategii biznesowej banków, tak aby dostosować się do zmieniającej się rzeczywistości. Po drugiej stronie mamy jednak część klientów, którzy pomimo korzystania z rozwiązań elektronicznych w bankowości nadal wybierają tradycyjne placówki bankowe. Możliwe, że w przyszłości oddziały bankowe będą się składały z sieci niewielkich punktów obsługi klienta, które będą oferować specjalistyczne usługi finansowe i doradztwo, podczas gdy większość standardowych operacji będzie realizowana przez Internet lub automatyczne systemy.

Rysunek 5

Zmiany w liczbie placówek własnych i partnerskich banków w Polsce w latach 2019–2024



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: Boczoń (2020).

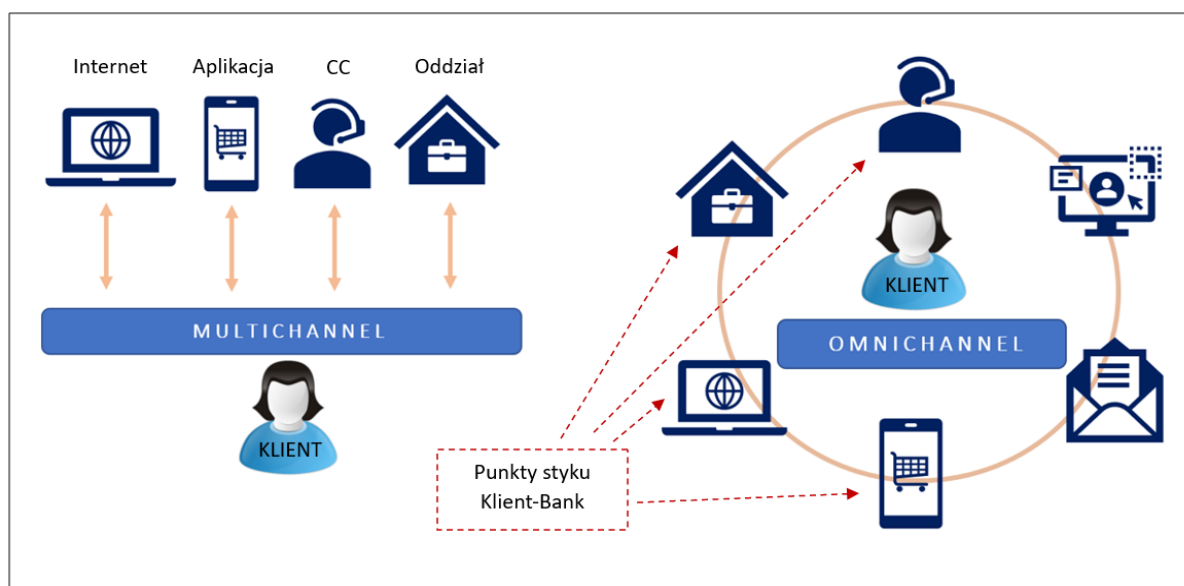
Zmieniająca się rzeczywistość sektora bankowego wymusza zmianę podejścia do kanałów dystrybucji. Nie wystarczy posiadanie kilku odrębnych, choć komplementarnych kanałów dystrybucji, jak zakładał model *multichannelowy*. Zaczęto zastanawiać się jak efektywniej wykorzystywać posiadane zasoby tak by minimalizować koszty przy maksymalizacji biznesu. Rozwiązaniem wydaje się model zwany *omnichannel*, który od kilku lat sukcesywnie próbują wprowadzać niektóre banki.

Omnichannel to koncepcja polegająca na uspójnieniu doświadczenia klienta niezależnie od kanału komunikacji z firmą poprzez zintegrowanie wszystkich kanałów i ujednoliceniu kontaktu z klientem niezależnie od wybranego przez klienta kanału kontaktu (CEM, 2023). Chodzi tu o to, by nie myśleć oddzielnie o doświadczeniu klienta w punkcie obsługi czy podczas korzystania z aplikacji i serwisu internetowego, ale stworzyć doświadczenie prawdziwie holistyczne, niezależne od formy kontaktu klienta z marką. Podejście *omnichannel* odpowiada na potrzeby klientów, którzy oczekują dziś przede wszystkim spójnej komunikacji ze strony firmy i bezproblemowego korzystania z różnych sposobów interakcji. Klienci chcą jednolitego doświadczenia niezależnie od formy kontaktu, chcą swobodnie przechodzić z jednego kanału na inny, wybierany w zależności od potrzeby chwili – ze strony internetowej do aplikacji mobilnej, z infolinii do placówki czy oddziału itd. To oznacza, że klient, który potrzebuje na przykład wykupić polisę ubezpieczeniową lub założyć konto w banku, może najpierw odwiedzić stronę internetową, potem porozmawiać przez telefon z konsultantem, a następnie przyjść do oddziału i przez cały czas będzie doświadczać tak samo sprawnej obsługi, spójnych komunikatów i spersonalizowanego podejścia (PZU, n.d.).

Podejście *omnichannelowe* w odróżnieniu od podejścia *multichannelowego* polega przede wszystkim na tym, że firma nie tylko oferuje klientowi różne kanały obsługi, lecz także utrzymuje wszystkie te kanały skonsolidowane i scentralizowane, łącząc całą komunikację w jednym systemie. Ma to na celu zapewnienie spójnych doświadczeń klienta, niezależnie z jakiego kanału będzie korzystał. Wymaga to holistycznego podejścia do każdej platformy (kanału lub urządzenia), z których klient będzie korzystał, niezależnie czy będzie to placówka bankowa, *Contakt Center*, strona internetowa czy aplikacja mobilna. Od strony banku *omnichannel* oznacza integrację różnych systemów i płynne przekazywanie danych między nimi. To samo zadanie mają kanały dystrybucji. W odróżnieniu od podejścia *multichannelowego* w tym przypadku nie wystarczy współpraca pomiędzy kanałami. Aby zapewnić spójność należy wprowadzić zcentralizowane zarządzanie wszystkimi kanałami. W modelu *multikanałowym* każdy kanał sprzedaży był zarządzany oddzielnie. Istniejąca współpraca między kanałami nie dawała od strony klienta jednolitego podejścia. W modelu *omnichannelowym* musi być wszystko spójne, a więc zarządzanie musi być zcentralizowane. Różnice w podejściu do klienta pomiędzy modelem *multikanałowym* a modelem *omnichannelowym* przedstawia rysunek 6.

Rysunek 6

Ujęcie różnic w podejściu do klienta pomiędzy modelami *multichannel* vs *omnichannel*



Źródło: opracowanie własne na podstawie (Eichermuller, n.d.).

Podsumowanie

Celem niniejszego artykułu była prezentacja różnych rodzajów kanałów dystrybucji wykorzystywanych przez banki detaliczne, spojrzenie na różne wykorzystywane modele oraz analiza uwarunkowań wyboru tych modeli. Przedstawiono w artykule proste kanały dystrybucji od podstawowego znanego od wielu lat modelu dystrybucji jakim jest placówka bankowa do

nowoczesnych modeli *multichannelowych* i *omnichannelowych*. Na przykładzie zmian w podejściu klienta do rosnącego wykorzystania Internetu i aplikacji mobilnych w bankowości, pokazano kierunki zmian w podejściu sektora bankowego do wykorzystania dostępnych kanałów dystrybucji. Przechodzenie klientów od placówek bankowych na rzecz Internetu i aplikacji mobilnych, gdzie klienci nauczyli się już wykonywać proste operacje bankowe wymusiło zmiany w sektorze bankowym. Wskazano kierunki w odchodzeniu sektora bankowego od tradycyjnych oddziałów naziemnych w kierunku łączenia ich z innymi kanałami jak CC, Internet czy aplikacja mobilna w celu zmniejszenia kosztów i zwiększenia efektu biznesowego. Banki ograniczając koszty i dostosowując się do zauważanego trendu odchodzenia klientów do kanałów zdalnych, zaczynają reorganizować sieć dystrybucji w tym same placówki bankowe. Jak pokazują raporty z KNF na początku 2024 było ich niecałe 10 tys., czyli mniej o 270 niż rok wcześniej. Zmieniają się też same placówki z tych wielofunkcyjnych z obsługą gotówkową na rzecz placówek bezgotówkowych z wyższymi kompetencjami pracowników. Klienci odwiedzają oddziały w bardziej wymagających produktach czy usługach i oczekują fachowej pomocy, a proste operacje wykonują w kanałach zdalnych. Nie bez znaczenia w tym przypadku są sami klienci, którzy to wpływają poprzez swoje przyzwyczajenia na swoisty mix dostępnych przez banki kanałów, chcąc poruszać się i korzystać z nich w sposób płynny. To właśnie określa nowe spojrzenie na bankowe kanały dystrybucji poprzez model *omnichannelowy*, w którym punktem wyjścia jest KLIENT i płynne przenikanie się kanałów. Już nie sama współpraca pomiędzy kanałami jak w modelu *multichannelowym*, ale swoista „spójność” tych kanałów we wszystkich obszarach, choćby takich jak: komunikacja z klientem, cena, proces, doświadczenia klienta, wykorzystywanie zbieranych informacji o kliencie i wzajemne ich wykorzystywanie, jest kluczowym czynnikiem sukcesu w budowaniu przewagi konkurencyjnej.

Nie jest to tylko domena polskiego sektora bankowego. W wielu krajach proces redukcji fizycznych kanałów dystrybucji rozpoczął się znacznie wcześniej niż w Polsce i w znacznie większej skali. Przykładem tych zmian jest proces zachodzący w Wielkiej Brytanii, gdzie od 2015 r. zamknięto ponad 6 tys. oddziałów bankowych (Kisiel, 2024). Czy to oznaczać będzie schyłek placówek bankowych? Wszystko zależeć będzie od zachowań klientów, szybkości rozwoju technologii i możliwości jej zastosowania przez sektor bankowy choćby z punktu widzenia kosztu finansowego. Kolejnym elementem będzie zasób ludzi, jego kwalifikacje i dostępność na rynku, a także koszt. Te cztery elementy są i wydawać się może że nadal będą, kluczowe w procesie trendów w obszarze kanałów dystrybucji. W Wielkiej Brytanii już w 2021 powstała na bazie tych czynników koncepcja tzw. *banking hubs*, czyli wspólnego łączenia placówek bankowych różnych banków na jednej przestrzeni. Te nowe oddziały prowadzone są przez brytyjską pocztę, ale stanowią własność spółki Cash Access UK. Klienci w danej lokalizacji mają dostęp do 9 różnych marek bankowych. Oznacza to, że klient w jednym miejscu może skorzystać z dostępu do pracownika banku każdej z 9 instytucji bankowych (Kisiel, 2024). Może to być początek nowego modelu dystrybucji produktów i usług bankowych.

Deklaracja Autora

Autor zgłasza brak konfliktu interesów.

Bibliografia

- Ambroziak, T., & Lewczuk, K. (2009). Miara poziomu dopasowania kanału dystrybucji do strumienia materiałów. *Prace Naukowe Politechniki Warszawskiej*.
- Bankier.pl. (2025). Rynek telekomunikacyjny rośnie. *Bankier.pl*.
<https://www.bankier.pl/wiadomosc/Rynek-telekomunikacyjny-rosnie-W-2024-roku-osiagnal-wartosc-56-mld-zl-8870792.html>
- BaseLinker. (2022). Kanały dystrybucji – jakie są rodzaje kanałów sprzedaży i rozwiązania logistyczne? Jak dokonać wyboru? *BaseLinker Blog*. <https://www.baselinker.com/blog/kanaly-dystrybucji-rodzaje-i-rozwiazania-kanalow-sprzedazy>
- Boczoń, W. (2020). Raport: Liczba placówek bankowych – IV kwartał 2019 r. *Puls Biznesu*.
<https://www.pb.pl/raport-prnews-pl-liczba-placowek-bankowych-iv-kw-2019-1162287>
- Boczoń, W. (2022a). Raport: Liczba bankowych placówek bezgotówkowych – I kwartał 2022 r. *Puls Biznesu*. <https://www.pb.pl/raport-prnews-pl-liczba-bankowych-placowek-bezgotowkowych-i-kw-2022-1162116>
- Boczoń, W. (2022b). Raport: Liczba placówek bankowych – I kwartał 2022 r. *Puls Biznesu*.
<https://www.pb.pl/raport-prnews-pl-liczba-placowek-bankowych-i-kw-2022-1162117>
- Boczoń, W. (2023a). Banki likwidują placówki. Niedługo konto założymy jedynie przez internet. *Bankier.pl*. <https://www.bankier.pl/smart/banki-likwiduja-placowki-niedlugo-konto-zalozymy-jedynie-przez-internet>
- Boczoń, W. (2023b). Raport: Liczba bankowych placówek bezgotówkowych – I kwartał 2023 r. *Puls Biznesu*. <https://www.pb.pl/raport-liczba-bankowych-placowek-bezgotowkowych-i-kw-2023-1190122>
- Boczoń, W. (2023c). Raport: Liczba placówek bankowych – I kwartał 2023 r. *Puls Biznesu*.
<https://www.pb.pl/raport-liczba-placowek-bankowych-i-kw-2023-1190308>
- Boczoń, W. (2024a). Banki znów zatrudniają. Ale nie do placówek. *Bankier.pl*.
<https://www.bankier.pl/wiadomosc/Banki-znow-zatrudniaja-Ale-nie-do-placowek-8764465.html>
- Boczoń, W. (2024b). Raport: Liczba bankowych placówek bezgotówkowych – I kwartał 2024 r. *Puls Biznesu*.
<https://www.pb.pl/raport-liczba-bankowych-placowek-bezgotowkowych-i-kwartal-2024-r-1219792>
- Boczoń, W. (2024c). Raport: Liczba placówek bankowych – I kwartał 2024 r. *Puls Biznesu*.
<https://www.pb.pl/raport-liczba-placowek-bankowych-i-kwartal-2024-r-1218661>

- CEM [Customer Experience Manager]. (2023). 5 kluczowych trendów kształtujących Customer Experience. *CXManager.pl*. <https://www.cxmanager.pl/5-kluczowych-trendow-ksztaltujacych-customer-experience>
- Chwirot-Zakrzewska, P. (2004). BRE Bank SA – Ocena wielokanałowego modelu dystrybucji usług bankowych w Polsce. *E-Finanse: Finansowy Kwartalnik Internetowy*, 4(2004).
- Eichermuller, T. (n.d.). Omnichannel banking: A prerequisite for a seamless customer journey. *Knowis*. <https://www.knowis.com/blog/omnichannel-banking-a-prerequisite-for-a-seamless-customer-journey>
- Goska, S. (2014). Nowoczesne kanały dystrybucji produktów bankowych – porównanie ofert wybranych banków. *Finanse i Prawo Finansowe*, 2(2014), 23-37.
- Grzywacz, J. (2006). *Marketing w działalności banku*. Difin.
- Iwanowicz-Drozdowska, M., Jaworski, W. L., Szelańska, A., & Zawadzka, Z. (2017). *Bankowość – instytucje, operacje, zarządzanie*. Warszawa.
- Kisiel, M. (2024). Placówki bankowe stają się tematem politycznym. Kiedy w Polsce? *Bankier.pl*. <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Placowki-bankowe-staja-sie-tematem-politycznym-Kiedy-w-Polsce-8773217.html>
- KNF [Komisja Nadzoru Finansowego]. (n.d.). Raport KNF, Dane miesięczne sektora bankowego – listopad 2024 r. https://www.knf.gov.pl/?articleId=56224&p_id=18
- Kuczamer-Kłopotowska, S. (2005). Polityka dystrybucji. W: W. Żurawik (red.), *Marketing. Podstawy i kontrowersje*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Pietrzak, J. (2002). Wpływ modelu dystrybucji na konkurencyjność banku. *Kredyt i Bank*, 3(2002).
- PZU. (n.d.). *Raport CX2024*. Pobrane z <https://www.pzu.pl/raportcx>
- Raporty NetB@nk. (n.d.). Raporty za IV kwartał lata od 2009 do 2023. Pobrane z <https://zbp.pl/raporty-i-publikacje/raporty-cykliczne/raport-netbank>
- Rybacka, J. (2023). Wpływ pandemii COVID-19 na sposób korzystania z usług bankowych oraz na postrzeganie banków w Polsce – na podstawie badania empirycznego. *Finanse i Prawo Finansowe*, 2(38).
- Supernak, B. (2023). Liczba placówek bankowych spadła do 9,8 tys., najmniej od 25 lat. *Inwestycje.pl*. Pobrane z <https://inwestycje.pl/biznes/liczba-placowek-bankowych-spadla-do-98-tys-najmniej-od-25-lat/>
- Szczepaniec, M. (2004). *Marketing relacyjny jako element strategii banków komercyjnych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Trojanowski, T. (2011). Pośrednicy oraz rodzaje kanałów dystrybucji. *Logistyka*, 6.
- UKE [Urząd Komunikacji Elektronicznej]. (2024). *Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w 2023 roku*. Pobrane z <https://uke.gov.pl/akt/raport-o-stanie-rynku-telekomunikacyjnego-w-2023-roku,545.html>

- Węclawski, J. (2009). Franchising w strategiach banków komercyjnych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Ekonomiczne Problemy Usług*, 38.
- Witczak, Z. (2024). Rozwój placówek bezgotówkowych w Polsce. *Finanse i Prawo Finansowe*, 2(42), 41–56.

EWOLUCJA I ZNACZENIE BANKOWYCH KANAŁÓW DYSTRYBUCJI

STRESZCZENIE

Cel artykułu. Celem niniejszego artykułu jest prezentacja i ocena kanałów dystrybucji wykorzystywanych przez banki detaliczne, determinanty wyboru przez banki tychże kanałów oraz kierunki zmian. W opracowaniu będzie poszukiwana odpowiedź na pytanie badawcze na czym polega ewolucja kanałów dystrybucji produktów i usług bankowych i co ją determinuje.

Metodyka. Poddając analizie bankowe kanały dystrybucji wykorzystano metodę przeglądu i analizy krytycznej, opisowej, i porównawczej literatury oraz raportów sektora bankowego.

Wyniki badania. Przedstawiono zmiany w kanałach dystrybucji od podstawowego znanego od wielu lat modelu dystrybucji jakim jest placówka bankowa do nowoczesnych modeli *multichannelowych* i *omnichannelowych*. Na przykładzie zmian w podejściu klienta do rosnącego wykorzystania Internetu i aplikacji mobilnych w bankowości, pokazano kierunki zmian w podejściu sektora bankowego do wykorzystania dostępnych kanałów dystrybucji. Przechodzenie klientów od placówek bankowych na rzecz Internetu i aplikacji mobilnych, gdzie klienci nauczyli się już wykonywać proste operacje bankowe wymusiło zmiany w sektorze bankowym. Wskazano kierunki w odchodzeniu sektora bankowego od tradycyjnych oddziałów naziemnych w kierunku łączenia ich z innymi kanałami jak CC, Internet czy aplikacja mobilna w celu zmniejszenia kosztów i zwiększenia efektu biznesowego. Banki ograniczając koszty i dostosowując się do zauważanego trendu odchodzenia klientów do kanałów zdalnych, zaczynają reorganizować sieć dystrybucji w tym same placówki bankowe.

Słowa kluczowe: bankowość, banki, kanały dystrybucji, *multichannel*, oddziały bankowe, oddziały bezgotówkowe, *omnichannel*, transformacja banków.

Kody JEL: G20, G21, G29.

Received: 20.01.2025
Accepted: 26.03.2025
Available online: 31.03.2025



Funding information: Not applicable. **Conflicts of interests:** None. **Ethical considerations:** The Author assures of no violations of publication ethics and takes full responsibility for the content of the publication.

SUSTAINABLE DISCLOSURES OF POLISH BANKS – TEXT MINING ANALYSIS

Martyna Białek-Szkudlarek*

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.45.04>

SUSTAINABLE DISCLOSURES OF POLISH BANKS – TEXT MINING ANALYSIS

ABSTRACT

The purpose of the article. Sustainability development issues, particularly Environmental, Social, and Governance (ESG) factors, are becoming increasingly relevant in corporate reporting, driven by rising environmental awareness and regulatory requirements. The aim of the study is the evaluation of ESG disclosures of selected Polish banks. The aim of the paper fills a gap in the Polish academic literature in economics and finance by analyzing the volume and size of non-financial ESG disclosures through computer text mining techniques.

Methodology. This study applies text mining techniques to evaluate the ESG volume and size from 107 financial reports issued by Polish banks between 2006 and 2023. For this purpose, selected tools for computer-based analysis of textual data (text mining) are used. The primary methods include the emotional attitude (sentiment), analysis of the number of words regarding ESG, and analysis of the readability of ESG volume and size contained in company reports.

Results of the research. The study reveals that ESG excerpts are more neutral or less optimistic compared to integrated reports, which tend to have a more positive tone. Additionally, sustainability disclosures are written in a complex language, and the volume of these reports has been increasing over time, likely due to new regulations and growing awareness of sustainability issues. The study focuses on Polish banks but suggests expanding future research to other sectors.

Keywords: sustainability reporting, ESG disclosures, text mining, sentiment analysis, readability index, Polish banking sector.

JEL Class: Q56, Q32, G21, C81, M48.

* Mgr, Instytut Ekspertyz Ekonomicznych i Finansowych w Łodzi. Corresponding Author. E-mail: martyna.bialek25@wp.pl

Sustainable Disclosures of Polish Banks – Text Mining Analysis

Sustainability development issues have become increasingly important in recent years. This is due, among other things, to an increase in the public's environmental awareness in terms of climate changes, protection of natural resources or biodiversity degradation. There is also a noticeable increase in the public's expectations of environmental actions taken by authorities (both at a local and state level). For years, the emergence and increase of possible risks from the above aspects has been signaled, which could result in serious consequences on a global scale for the environment and human health (EEA Report, 2024; Thuiller et al., 2005; Sheffield & Landrigan, 2010).

In addition to the human impact on the environment, some attention should be paid to corporate behavior, which is also not without impact on the ecosystem, community and corporate governance. In the 1960s, the Club of Rome reports were published, which were the first major work to draw attention to the link between economic development and the state of the natural environment. A large part of the reports focused on aspects of the deteriorating state of ecosystems and emphasized the importance of the finiteness of natural resources, which, if continued to be exploited at similar levels, would be quickly exhausted. In spite of the fact that the reports initially criticized the issue, they stimulated to further studies and helped to raise awareness of the impact on the environment. Other important reports and studies appeared in the following years and included the most significant works and resolutions – the World Conservation Strategy (IUCN, 1980), Agenda 21 (Final Documents of the United Nations Conference on Environment and Development, 1992), the United Nations Framework Convention on Climate Change, with its Kyoto Protocol (1992).

The obligation to disclose non-financial information in company reports, was introduced by European Union Directive 2014/95/EU (NFRD – Non-Financial Reporting Directive). This Directive regards so-called public-interest entities and obliges them to report on the activities that companies undertake within the framework of environmental, social and business ethics activities (ESG). In contrast, 2024 is the first year in which the CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), one of the elements of the European Green Deal, takes effects. The CSRD Directive, compared to NFRD Directive, expands both the scope of obliged entities and the detail of reported information. The premise of the regulation introduced is to identify risks arising from the above issues in order to prevent them and limit adverse effects in the future (Hristov & Searcy, 2024; Primec & Belak, 2022). Furthermore, with the increasing importance of ESG aspects in the general awareness, reporting of this type of information by companies is increasingly required by stakeholders (e.g., customers, shareholders, employees).

The Sustainable Reports are characterized by their large volume due to the multitude of topics they contain. However, they include mainly text, and possible data numbers only supplementing the textual content, so it can cause difficulties when trying to analyze multiple documents of this type. An important trend, the growing importance of which should not be overlooked, is the use of IT solutions

to process text data, which also consists of complex and extensive company reports containing disclosures relating to sustainability issues. Text mining techniques apply modern computational methods to extract valuable information from textual data and detect patterns in the reports' content.

The main objective of the study is to evaluate financial institutions' reports in terms of ESG content. Specifically, there were 107 reports from Polish banks from the years 2006–2023. The following text mining techniques have been applied: the emotional attitude (sentiment) of ESG content (1), volume and size analysis of sustainable reports (2), and analysis of the readability of ESG content contained in company reports (3). This paper fills a gap in the Polish academic literature in the field of economics and finance, by analyzing the content of non-financial information on ESG reported by the banks using computer text mining techniques.

Literature Review

ESG, CSR and Sustainability Development

The sustainable development term was first used in 1987 in the report of the World Commission on Environment and Development and defined as the development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs. Notably, the existing definitions in the literature from economics and finance focus on corporate profit maximization but also respect environmental and social resources and business ethics in the perspective of both present and future generations (Baborska, 1999; Wilkinson et al., 2001; Dyllick & Hockerts, 2002; Ruggerio, 2021).

From an economic perspective, sustainability is reflected in two concepts – ESG and CSR (Gillan et al., 2021). The ESG acronym was first used in 2004 in the report 'Who Cares Wins' and refers to the areas to which the concept applies (E – environmental, S – social, G – governance). CSR (Corporate Social Responsibility), on the other hand, is most often defined as the concept of managing environmental and social issues in business operations and stakeholder relations (Gray et al., 1987; Hackstone and Milne, 1996; Kiliç et al., 2015; UNIDO, n.d.; for corporate social responsibility standards and norms see Social Accountability International, 2024; AA1000, n.d.; ISO, 2024). The main difference between these two concepts is that ESG refers to the overall management and operation of an entity in terms of environmental, social and business ethics, whereas CSR applies to the same processes but only to environmental and community issues (Gillan et al., 2021; Kaźmierczak, 2022).

The reporting of ESG issues may translate into increased reputation among stakeholders (e.g., customers or investors) and consequently improve the companies' value and performance (the impact of ESG disclosures on stakeholder value was studied by Delevingne et al., 2020; Zumente & Bistрова, 2021; in banking, Miralles-Quirós et al., 2019; the value of ESG disclosures on consumer behavior and decisions, Zou et al., 2024; Nugroho et al., 2024). Importantly, these reports mainly consist of textual information and qualitative data while numerical data is significantly smaller. In addition, the lack of

standardization of the data makes it difficult to compare between ESG engagement of companies (Kotsantonis and Serafeim, 2019).

An attempt to address these concerns are ESG ratings – assessing a given company's ESG performance expressed numerically or using a scale (Janicka & Miziołek, 2023). ESG ratings are chosen by investors as an aggregated, quickly and available source of data about an entity when making investment decisions (Berg et al., 2022). ESG ratings are used in empirical research as well (Albuquerque et al., 2019; Abate et al., 2021; Landi and Sciarelli, 2019). Moreover, ESG ratings are developed by independent organizations (the most relevant ESG rating providers – Sustainalytics, KLD, Moody's ESG, Refinitiv, MSCI, S&P Global). However, in practice, again as a result of the lack of standardization, agencies create their own methods and scoring, which still makes it impossible to compare the same companies for different ESG ratings (Billio et al., 2021; Escrig-Olmedo et al., 2019; Charlin et al., 2022; Berg et al., 2022; Funk et al., 2024).

The studies on ESG among Polish entities, focus on assessing the level of sustainability data reporting by companies (Balicka, 2014; Kryk, 2017; Majchrzak and Nadolna, 2020) and financial institutions (banks – Wójcik-Jurkiewicz, 2020; Trocka, 2023; insurance companies – Lament, 2017). Less attention is paid on the impact of ESG information on corporate financial performance. It is analyzed based on various aspects of a company's performance, e.g., impact of ESG disclosures on the volatility of a company's share price (Jędrzejka, 2014), analysis of an investment portfolio consisting of socially responsible companies (Wypych, 2018), impact of ESG risks on a discount rate and cash flow value (KPMG, 2022). In the report *ESG in the banking sector* (Gajdka et al., 2024), the authors investigated coefficients whether banks' participation in the RESPECT index on the WSE influences their better stock market performance. A change in corporate lending has been noticeable for some time now, with a tendency among banks to finance companies in industries that are not considered risky. Kosztowniak (2024) presented that commercial banks are more disposed to financing companies which report ESG and belong to „green” industries.

Text Mining, Sentiment Analysis and Readability Analysis

The dynamic development of information technology, the Internet and the changing image of society have ushered in the digital age. The huge expansion of information, the volume of which has exceeded human analytical and cognitive capacities, is considered to be the main reason for its emergence of data science field (the term describing techniques from intersection of IT and statistics, such as machine learning, text mining, signal processing, computer vision and knowledge discovery). The ubiquitous access to the Internet, the growing popularity of social networks and the ease of sending and receiving data have resulted in the generation (and continuous growth) of an enormous amount of predominantly textual information (in the form of newspapers, e-mails, books, reports, social media, transcripts of speeches or meeting minutes). Over time, the importance of textual data, which are easily

accessible and relatively inexpensive to obtain, have increased considerably and have been employed in sociology, marketing, finance and economics.

Text mining techniques are used to quickly process and analyze vast amounts of textual data. Text mining, also called computational linguistics or natural language processing, is defined as a process that uses algorithms and methods from the fields of statistics and machine learning to find meaningful patterns in text data (Hotho et al., 2005). Specifically, text mining enables to extract valuable information, look for the relationships and detect patterns using computer techniques (Feldman and Sanger, 2007; Gentzkow et al., 2019; Senave et al., 2023). Gentzkow et al., (2019) draws attention to the relevance of textual data (also in economics) and notes that the popularity of computational linguistics in this field will become increasingly important.

A notable application in finance includes, among others, central bank communication (Rybiński, 2020; Baranowski et al., 2021a; Baranowski et al., 2021b), financial forecasting (Cao and Tay, 2001; Samonas, 2015; Xing et al., 2017), financial risk detection (Peng et al., 2011; Koyuncugil and Ozgulbas, 2012; Bhatore et al., 2020) and fraud detection (Dornadula and Geetha, 2019). There is also growing literature on the influence of social media content on the performance of companies (impact of information from online forums on stock returns – Antweiler and Frank, 2004; Tetlock, 2007; impact of Twitter sentiment on Dow Jones company value – Bollen et al., 2011).

This paper relies on the content generated and shared by companies, namely companies reports. Reports on non-financial information are a form of communication with stakeholders. It can be presented in various forms. An important element of the financial statements is the Directors' Report. In this report, the company presents, among others, milestones that have affected the company, the company's future, the HR situation. The disclosure of this information is mandatory according to the Accounting Act. With the beginning of the disclosure of ESG data by companies, a new form of reporting of this information has appeared. The integrated report presents both financial and non-financial data in particular on sustainability and the impact of non-financial factors on the organization. The integrated report can vary depending on the information presented (e.g., CSR, Sustainable Development, ESG) (Krzysztofek, 2016).

Klimczak et al. (2023) examine the level of disclosure in sustainability reports. It was found that the level of disclosure, although high, does not focus behind actions taken and completed only mostly speaks about the future and plans in this context. These activities are primarily aimed at satisfying stakeholders. Yoon et al. (2023), used text mining tools to examine sustainability attitudes and trends among the Korean companies.

The growth of the Internet, which allows people to share their opinions quickly, was recognized by corporate executives, who were able to easily verify this information for marketing purposes. However, the plethora of this information challenged human capabilities, resulting in the need for

estimating an emotional tone contained within a text. To perform this task, a sentiment analysis, which is one branch of text mining, is used. This technique allows to classify a text document as positive, neutral or negative in terms of emotional tone (Liu, 2010) or to express this tone on a continuous numerical scale (e.g., from -1 to 1). Here, it is worth noting an important study of EUROSTOXX index companies (Funk et al. 2024), where the tone expressed in companies' reports was compared with their ESG ratings. The study did not confirm a significant relationship between the two variables, which seems to confirm the criticism of ESG ratings.

In the Polish literature, especially in the field of economics, one does not find many studies conducted using sentiment analysis. The most common issues studied using sentiment concern consumer behavior (Kocoń et al., 2019), issues in sociology (Meler, 2023) or marketing and branding in the minds of consumers (Iwińska-Knop & Krystiańczuk, 2016). However, it is worth paying particular attention to the study by Rostek and Młodzianowski (2017) where the impact of information from the Internet on changes in the value of WSE stock market indices was investigated and a correlation was found between data from websites focusing on finance and changes in quotations. Furthermore, Baj-Rogowska's (2019) study found that there is a positive and statistically significant correlation between positive opinions and gross profit and a negative correlation between negative opinions and gross profit. All in all, this suggests that text mining techniques may provide a state-of-the-art solution for controlling changes in consumer sentiment and for responding quickly.

Readability analysis is yet another important research tool used to describe a text on a numerical scale. Over the years, a number of methods have been developed to calculate the readability of a text (among the most popular are the Gunning Fog Index, the Flesch Reading Ease, the Coleman Liau Index, the SMOG index (Łopacińska & Wnuk, 2014)), whose value is most often expressed on a scale of a few or a dozen points, which represents the reader's level of education (DuBay, 2004). Among other things, this method is used to detect fraud in financial statements. Management obfuscation theory assumes that managers of poorly performing companies deliberately use complex vocabulary in reports to camouflage unfavorable information for the company. The technique is also particularly applicable in the audit process, making it easier for auditors to catch deviations and fraudulent practices used in the financial statement production process by management (Othman et al., 2012). A study using readability analysis in the context of sustainability reports of companies from the United States, Europe, Australia and India for a variety of industries, found that sustainability reports were characterized by a difficult language, well beyond the knowledge level of a reader with a secondary education (Smeuninx et al., 2016). In the national body of research, this technique has been used mainly in linguistics and computer science research – far less frequently in economics (study of the readability of advertising messages – Korniiichuk and Siminski, 2017; analysis of the readability of evaluation reports of research programs – Łopacińska and Wnuk, 2014; study of financial market analysts' communication with investors – Klimczak and Dynel, 2016).

Data and Method

Dataset

For the purpose of the study, reports from Polish banks containing ESG disclosures were downloaded. Initially, there were 114 reports; however, seven of these were presented in the form of a dynamic website page from which the data downloaded was not very clear and difficult to standardize correctly, so it was excluded. Finally, 107 reports were used. All were in Polish and covered the period from 2006 to 2023 (however, for most of the companies, the reports were available for a shorter period – see Table 1).

As can be seen in the table below, these reports appear in different forms – depending on the information they contain.

Table 1

The structure of the reports by the quantity and the period they represent

Bank	Type of report	Number of reports	Period
Alior Bank S.A.	Non-financial information	3	2021–2023
Bank Millennium S.A.	CSR	11	2006–2016
	Non-financial information	4	2017–2020
	ESG	3	2021–2023
Bank Ochrony Środowiska S.A.	ESG	3	2020–2022
	Management Board's on the Company's activities	1	2023
Bank Pocztowy S.A.	Management Board's on the Company's activities	4	2019–2022
Bank Gospodarstwa Krajowego	Management Board's on the Company's activities	5	2017–2021
	Integrated	2	2022–2023
BNP Paribas Bank Polska S.A.	CSR	4	2011–2013, 2018
	CSR and ESG	2	2019–2020
	ESG	1	2021
	Integrated	2	2022–2023
Bank Handlowy w Warszawie S.A.	Non-financial information	6	2017–2022
Credit Agricole Bank Polska S.A.	CSR	7	2017–2023
ING Bank Śląski S.A.	Management Board's on the Company's activities	6	2011–2016
	Integrated	7	2017–2023
mBank S.A.	Management Board's on the Company's activities	4	2015–2018

	Integrated	3	2019–2021
	ESG	2	2022–2023
Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.	Application of corporate governance principles	1	2007
	Management Board's on the Company's activities	16	2008–2023
Santander Bank Polska S.A.	CSR	5	2013–2014, 2019
	Management Board's on the Company's activities	1	2018
	ESG	4	2020–2023
	Summary	107	

Source: own study based on data collection from the companies' websites.

The companies' reports from their websites were used in PDF form. These were then generated in a text form, cleaned of characters that cause machine-reading errors. The integrated reports were also cleaned of strictly financial information (mostly figures). In additional, in order to analyze sentiment, the data was categorized into two groups:

1. ESG excerpt which were extracted from the companies' general reports on non-financial information, mostly from Management Board's report on the Company's activities).
2. Integrated reports which are a combination of financial report and sustainable data. They differ from the standard Management Board's report in the way that the two types of information are integrated with each other, the overall tone of the report focusing on ESG issues rather than business issues.

Method

For each text the authors calculated text sentiment and readability index. The study used a ready-made sentiment model that had been pre-tested on a corpus of several thousand Polish texts. The sentiment of these texts had been evaluated by experts (Kocoń et al., 2019). This tool uses a neural network, the main element of which is the so-called large language model of the BERT class (Bidirectional Encoder Representations from Transformers). Such models process the text as a whole, considering grammar and context. Although this model shows a high accuracy in sentiment prediction, its complex architecture (more than a dozen layers, non-linear activation functions, more than 100 million parameters; see Mroczkowski et al., 2021) does not allow for a written sentiment formula. The resulting sentiment indicator is normalized from –1 to 1.

As for readability, the authors used Polish texts' readability index inspired by FOG-index (Broda et al., 2014). More specifically, they used an extended formula that takes into account, e.g., average sentence or word length, the ratios between different parts of speech or their share in the text, the proportions of predefined complex words from Imiołczyk's list. The resulting readability score ranges between 1 (classes 1–3 from elementary school) to 7 (postgraduate studies or expert in the field).

Additionally, to illustrate the trend in ESG reporting the volume and size analysis all of all obtained reports is presented.

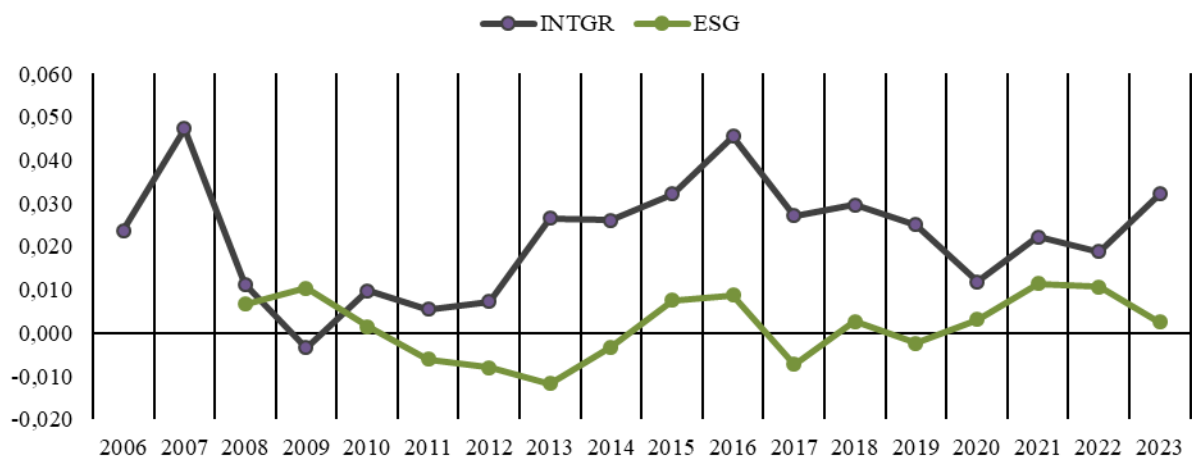
Results

Sentiment analysis for sustainable disclosures

As it was mentioned above, there were not enough studies in literature using a sentiment analysis combined with sustainable disclosures. However, a sentiment analysis was previously used as a tool to test whether the tone of qualitative information in reports corresponds to the sentiment of qualitative information (Huang et al., 2014). Due to the subjectivity of sustainability reports, it is difficult to assess whether the information presented in them matches reality. For this reason, a sentiment analysis is considered to be a tool to help assess the reliability of reports. There are cases where managers have manipulated readers through an appropriate tone and selection of words – the disproportionate tone of qualitative disclosures in relation to quantitative disclosures may indicate attempts to manipulate the reader (Huang et al., 2014).

Figure 1

Results for sustainable disclosures sentiment analysis in Polish banks



Note: INTGR = mean sentiment index from integrated reports, ESG = mean sentiment index in each year for ESG excerpts from non-financial reports.

Source: own study based on data collection from the companies' websites.

Figure 1 shows the evolution of sentiment for sustainable disclosure of Polish banks from 2006 to 2023. The INTGR and ESG represents integrated reports and the ESG excerpts, respectively. Importantly it is found that the sentiment indicator for the integrated reports is higher and much more optimistic than for the ESG excerpts. INTGR sentiment is mostly above 0 (the only drop below 0 in 2009) and ESG sentiment takes values below 0 or close to 0 in studied period. This indicates that the

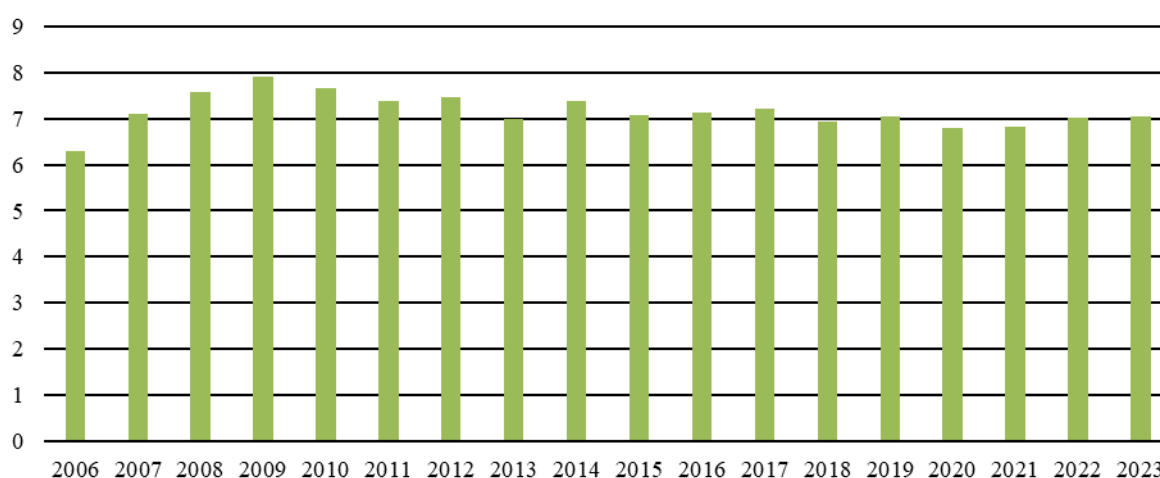
extracts taken from the general reports are more factual, and probably the intention to demonstrate the company's successes is expressed through quantitative information and financial results rather than sustainability issues. More specifically, average sentiment score of integrated report and ESG excerpts is: 0,00578 and 0,00069, respectively. We used two-sided t test for the difference between the sentiment and ESG excerpts. The t -statistics was 3.77 ($p = 0.0002$), which shows that the difference is significant, even though it is small in magnitude. Consequently, it has been observed that integrated reports are more optimistic than ESG excerpts.

Readability analysis for sustainable disclosures

Sustainable disclosures are, by definition, aimed at external users. They are a source of knowledge for them e.g., when making investment decisions (Berg et al., 2022). It is important that their readability is accessible to the regular reader. The previous studies conclude that entity reports, especially those containing sustainable disclosures, are rated as difficult – more difficult than standard financial statements (Smeuninx et al., 2016). Similar results were obtained in the presented study (see Figure 2).

Figure 2

Readability of sustainable reports



Source: own study based on data collection from the companies' websites.

As can be seen from the graph, reports containing sustainable disclosure have a high level of readability. The average value for the period under study is around the maximum value of the indicator (which may be due to prediction failure). This means that the text consists of information at the expert level. This may be due to several reasons. Firstly, the complexity of the report – it is a combination of financial and non-financial information, contains a lot of information from a variety of areas and often uses advanced vocabulary (e.g., in the context of carbon emissions or shareholder structure information, it requires more advanced knowledge to be interpreted correctly). Furthermore, as can be seen from the

graph, there is no significant improvement over the studied period. Reports characterized by a difficult language can negatively influence investment decisions and reduce the usefulness of the reports, which is contrary to its communication purpose (Adhariani and du Tiot, 2020).

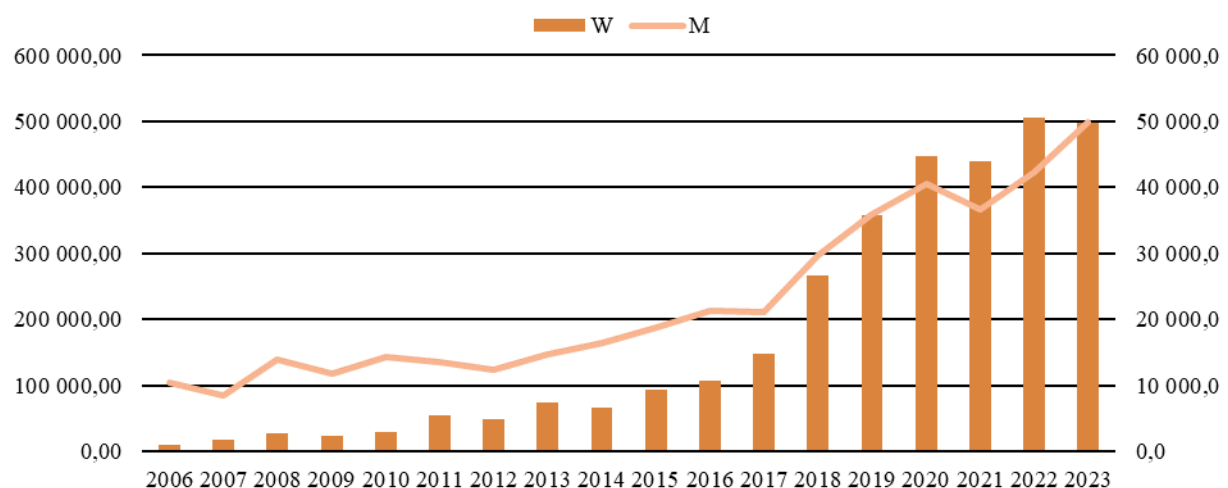
Volume and size analysis for sustainable disclosures

The organizational legitimacy concept assumes that the company uses its own sources of communication (e.g., various reports or press releases) to communicate about activities which are decent and expected by its environment. It also allows to respond to pressure by adjusting the volume or tone of disclosures. This approach is particularly relevant for environmental, community and governance matters (Aerts and Cormier, 2008). Communication strategies are also used by managers when faced with the need to gain, rebuild or strengthen the company's legitimacy in society in the mentioned areas (Suchman, 1995; Cho and Patten, 2006). Text mining is used in content analysis in relation to sustainable disclosures (Aureli et al., 2016; Yoon et al., 2023). This technique allows the extraction of relevant information from the text, e.g., the number of words in the reports allowing for the evaluation of its volume and quality.

Selected text mining tools were used in this study. The authors extracted the number of words for each sustainable report in a particular year (based on 107 reports on integrated, sustainable disclosures and ESG excerpts from annual reports). The numbers of words and reports in each year was then summarized. The resulting data is presented in Figure 3.

Figure 3

(W) Number of words in sustainable reports and (M) mean number of words per 1 sustainable report



Source: own study based on data collection from the companies' websites.

Figure 3 presents a significant increase in the number of reports and the number of words in each year. From 2006, the low number of strict ESG reports may have been caused by a lack of awareness and low popularity of sustainability aspects among the Polish banks. Over the years, there

has been an increase in disclosures by banks, which may have been due to peer pressure and a desire to build a positive brand image. The rise was also influenced by the obligations to present these disclosures (2017 was the first year when non-financial data was obliged to disclosure and a significant increase compared to the previous year can be seen then). As mentioned earlier, from 2024 the CSRD Directive covering more companies than the NFRD Directive, which will probably result in an increase in the indicators studied in the following years. However, there is a noticeable increase in the number of words per report. The process of increasing volume is due to several issues - the implementation of new regulations, and the detailing of existing ones (CSRD and NFRD Directives), investors' pressure (Deleavingne et al., 2020), consumers' expectations (Zou et al., 2024; Nugroho et al., 2024) or risk management (Landi et al., 2022).

Conclusion

Reporting on ESG issues is important because it helps companies demonstrate their commitment to sustainability, risk management and transparency, which increases investor and stakeholder trust. As the reported non-financial information is mainly textual data, the use of *text mining* for its analysis seems entirely justified. The study aimed to investigate the sentiment, readability, volume and size of sustainability disclosures using text mining techniques.

The study shows that the difference between the sentiment of the two types of texts studied – (1) ESG excerpts from annual company reports, and (2) annual company reports where financial and non-financial information is integrated – is strong and statistically significant. Sentiment for ESG excerpts is more neutral or less optimistic than sentiment for annual company reports. This may be due to a tendency to present strict ESG information in a less optimistic or more neutral way (as a result of more information about possible risks, climate disasters or corruption) than annual company reports, for which the tone of the narrative tends to be more optimistic (which may be due to a willingness to improve the company's image) also. It was also found that integrated reports are more optimistic than ESG excerpts and the difference is statistically significant. Sentiment analysis of sustainability disclosures has rarely been studied which makes this study one of the first in this field (especially in the Polish literature). As mentioned above, a sentiment analysis could also be a tool for management and other stakeholders to assess a company's commitment to sustainability and overall performance. However, it should be noted that an overly optimistic tone may indicate attempts to manipulate reported data, especially in the case of corporate reports. On the other hand, an overly negative tone may be perceived as poor company performance. It is therefore important to balance a sentiment appropriately to reflect the actual performance and condition of banks. This is undoubtedly a tool that deserves further study, as it provides the public with a lot of relevant information in an aggregated form.

In case of readability, it was found that sustainable disclosures are characterized by a difficult language (rated as a college level). Furthermore, there is no clear improvement in the simplicity of the

language over the period studied. As mentioned, this may be due to the need to hide unfavorable circumstances for the company. In addition, difficult company disclosures, which are by definition addressed to the stakeholders, can be misleading. Similarly to sentiment analysis, there is a lack of studies in the Polish literature evaluating the readability of sustainable reports. The results may provide guidance for managers when creating such reports in the future.

The volume and size analysis showed that not only the words of the sustainability reports are increasing year on year, but also the average volume per report. This is due to new regulations, increased awareness of sustainability, shareholder pressure or legitimacy.

The present study focused only on the Polish banks and their sustainable disclosures between 2006 and 2023. Future studies should also focus on companies from other sectors to be able to fully present the state and structure of sustainable disclosures in Poland.

Acknowledgments

My sincere thanks go to Paweł Baranowski for his mentorship, which was crucial in shaping the direction of this research. His guidance was invaluable in the formulation of conclusions and in writing this paper.

Disclosure Statement

The authors report no conflicts of interest.

References

- Abate, G., Basile, I., & Ferrari, P. (2021). The level of sustainability and mutual fund performance in Europe: An empirical analysis using ESG ratings. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5).
- AA1000 AccountAbility Principles. (n.d.). <https://www.accountability.org/standards/aa1000-accountability-principles>
- Adhariani, D., & Du Toit, E. (2020). Readability of sustainability reports: Evidence from Indonesia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(4), 621–636. <https://doi.org/10.1108/jaee-10-2019-0194>
- Aerts, W., & Cormier, D. (2008). Media legitimacy and corporate environmental communication. *Accounting, Organizations and Society*, 34(1), 1–27. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2008.02.005>
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10).
- Antweiler, W., & Frank, M. Z. (2004). Is all that talk just noise? The information content of internet stock message boards. *The Journal of Finance*, 59(3).

- Aureli, S., Medei, R., Supino, E., & Travaglini, C. (2016). Sustainability disclosure after a crisis. *International Journal of Social Ecology and Sustainable Development*, 7(1), 35–49. <https://doi.org/10.4018/ijsesd.2016010102>
- Baborska, B. (1999). The concept of sustainable agriculture: Some theoretical and practical issues. *Argumenta Oeconomica*, 2(8).
- Baj-Rogowska, A. (2019). Analiza sentymentu jako narzędzie monitorowania wyników finansowych przedsiębiorstwa. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, 20(12.1).
- Balicka, A. (2014). Informacje środowiskowe w raportach rocznych przedsiębiorstw branży motoryzacyjnej. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 69.
- Baranowski, P., Doryń, W., Łyziak, T., & Stanisławska, E. (2021a). Words and deeds in managing expectations: Empirical evidence from an inflation targeting economy. *Economic Modelling*, 95, 49–67. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.12.003>
- Baranowski, P., Bennani, H., & Doryń, W. (2021b). Do the ECB's introductory statements help predict monetary policy? Evidence from a tone analysis. *European Journal of Political Economy*, 66.
- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6).
- Bhatore, S., Mohan, L., & Reddy, Y. R. (2020). Machine learning techniques for credit risk evaluation: A systematic literature review. *Journal of Banking and Financial Technology*, 4(1).
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426–1445. <https://doi.org/10.1002/csr.2177>
- Bollen, J., Mao, H., & Zeng, X. (2011). Twitter mood predicts the stock market. *Journal of Computational Science*, 2(1).
- Broda, B., Niton, B., Gruszczynski, W., & Ogrodniczuk, M. (2014). Measuring readability of Polish texts: Baseline experiments. In *LREC* (Vol. 24, pp. 573–580).
- Cao, L., & Tay, F. E. H. (2001). Financial forecasting using support vector machines. *Neural Computing & Applications*, 10(2).
- Charlin, V., Cifuentes, A., & Alfaro, J. (2022). ESG ratings: An industry in need of a major overhaul. *Journal of Sustainable Finance & Investment* [Preprint].
- Cho, C. H., & Patten, D. M. (2006). The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note. *Accounting, Organizations and Society*, 32(7–8), 639–647. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2006.09.009>
- Delevingne, L., Gründler, A., Kane, S., & Koller, T. (2020, February 12). The ESG premium: New perspectives on value and performance. *Insights on Sustainability*.

- Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups.
- Dornadula, V. N., & Geetha, S. (2019). Credit card fraud detection using machine learning algorithms. *Procedia Computer Science*, 165.
- DuBay, W. H. (2004). *The principles of readability*. Impact Information.
- Dyllick, T., & Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11(2).
- Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M. Á., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. M., & Muñoz-Torres, M. J. (2019). Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles. *Sustainability*, 11(3), 915. <https://doi.org/10.3390/su11030915>
- European Environment Agency. (2024). *Europe's air quality status 2024*. <https://www.eea.europa.eu/publications/europes-air-quality-status-2024/europes-air-quality-status-2024>
- Feldman, R., & Sanger, J. (2007). *The text mining handbook: Advanced approaches in analyzing unstructured data*. Cambridge University Press.
- Funk, C., Tönjes, E., & Haas, C. (2024). Exploring the predictive capacity of ESG sentiment on official ratings: A few-shot learning perspective. *MAGKS Joint Discussion Paper Series in Economics*, 12-2024.
- Gajdka, J., Brzeszczyński, J., Marcinkowska, M., & Kulińska-Sadłocha, E. (2024). Aspekty ESG w działalności banków w Polsce – rozwój, stan obecny, perspektywy. PAB/WIB 1/2024.
- Gentzkow, M., Kelly, B., & Taddy, M. (2019). Text as data. *Journal of Economic Literature*, 57(3).
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66.
- Gray, R., Owen, D., & Maunders, K. T. (1987). *Corporate social reporting: Accounting and accountability*. Prentice-Hall International.
- Hackston, D., & Milne, M. J. (1996). Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 9(1).
- Hotho, A., Nürnberger, A., & Paaß, G. (2005). A brief survey of Text Mining. *Journal for Language Technology and Computational Linguistics*, 20(1).
- Hristov, I., & Searcy, C. (2024). Integrating sustainability with corporate governance: A framework to implement the Corporate Sustainability Reporting Directive through a balanced scorecard. *Management Decision*.
- Huang, X., Hong Theo, S., & Zhang, Y. (2014). Tone Management. *The Accounting Review*, 89(3).
- International Organization for Standardization. (2024). *ISO 26000:2010 – Guidance on social responsibility*. <https://www.iso.org/standard/42546.html>

- IUCN. (1980). *World conservation strategy: Living resource conservation for sustainable development*.
- Iwińska-Knop, K., & Krystiańczuk, H. (2016). Wykorzystanie Big Data w badaniu wizerunku marki w świadomości konsumentów. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, 9, 28–42.
- Janicka, M., & Miziołek, T. (2022). *Finanse zrównoważone: ESG–Przedsiębiorstwa–Sektor finansowy*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Jędrzejka, D. (2014). Ujawnienia ESG polskich spółek giełdowych w świetle wyników badań. *Studia Ekonomiczne*, 186, 13–26.
- Kiliç, M., Kuzey, C., & Uyar, A. (2015). The impact of ownership and board structure on corporate social responsibility (CSR) reporting in the Turkish banking industry. *Corporate Governance*, 15(3), 357–374.
- Klimczak, K. M., & Dynel, M. (2016). Linguistic attributes of equity analysts' reports. *Financial Sciences*, 1(26), 9–19.
- Klimczak, K. M., Hadro, D., & Meyer, M. (2023). Executive communication with stakeholders on sustainability: The case of Poland. *Accounting in Europe*, 20(3), 305–331.
- Kocoń, J., Miłkowski, P., & Zaśko-Zielińska, M. (2019, November). Multi-level sentiment analysis of PolEmo 2.0: Extended corpus of multi-domain consumer reviews. In *Proceedings of the 23rd Conference on Computational Natural Language Learning (CoNLL)* (pp. 135–146).
- Korniichuk, R., & Simiński, R. (2017). Wspomaganie prognozowania wpływu tekstów reklamowych z wykorzystaniem systemu Promovot. *Studia Informatica*, 38(2), 57–69.
- Kosztowniak, A. (2024). The impact of ESG regulations and taxonomy on the credit process in commercial banks. *Finanse i Prawo Finansowe*, 2(42), 78–95.
- Kotsantonis, S., & Serafeim, G. (2019). Four things no one will tell you about ESG data. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 50–58.
- Koyuncugil, A. S., & Ozgulbas, N. (2012). Financial early warning system model and data mining application for risk detection. *Expert Systems with Applications*, 39(6), 6238–6253.
[https://doi.org/\[DOI\]](https://doi.org/[DOI])
- KPMG Poland. (2022). *ESG w wycenie przedsiębiorstw*.
<https://kpmg.com/pl/pl/home/insights/2022/08/esg-w-wycenie-przedsiębiorstw.html>
- Kryk, B. (2017). Informacje środowiskowe w sprawozdaniach z działalności. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, (479), 108–117.
- Krzysztofek, A. (2016). Dyrektywa 2014/95/UE oraz wynikające z niej zmiany / Directive 2014/95/EU, and changes resulting from it. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 450, 89–101.
- Lament, M. (2017). Raportowanie informacji niefinansowych w zakładach ubezpieczeń w Polsce. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 91, 45–63.

- Landi, G. C., Iandolo, F., Renzi, A., & Rey, A. (2022). Embedding sustainability in risk management: The impact of environmental, social, and governance ratings on corporate financial risk. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(4).
- Landi, G., & Sciarelli, M. (2019). Towards a more ethical market: The impact of ESG rating on corporate financial performance. *Social Responsibility Journal*, 15(1).
- Liu, B. (2010). Sentiment analysis and subjectivity. In N. Indurkha & F. J. Damerau (Eds.), *Handbook of Natural Language Processing* (2nd ed., pp. 1–38). Chapman and Hall/CRC.
- Łopacińska, L., & Wnuk, U. (2014). Analiza indeksu mglistości tekstu w raportach ewaluacyjnych strategicznych programów badawczych w obszarze innowacji technicznych. *e-mentor*, 5(57), 45–53.
- Kaźmierczak, M. (2022). A literature review on the difference between CSR and ESG. *Scientific Papers of Silesian University of Technology, Organization and Management Series*, 2022(162), 275–289. <https://doi.org/10.29119/1641-3466.2022.162.16>
- Majchrzak, I., & Nadolna, B. (2020). Environmental information in the consolidated financial statements of selected energy companies in Poland – a comparative analysis. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 110(166), 89–107.
- Meler, A. (2023). Parlamentarne ćwierkanie o pandemii. Analiza sentymentu tweetów parlamentarzystów publikowanych podczas pierwszych 12 miesięcy pandemii koronawirusa w Polsce. *Studia Socjologiczne*, 2(245), 57–82.
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Redondo Hernández, J. (2019). ESG performance and shareholder value creation in the banking industry: International differences. *Sustainability*, 11(5), 1405.
- Mroczkowski, R., Rybak, P., Wróblewska, A., & Gawlik, I. (2021). HerBERT: Efficiently pretrained transformer-based language model for Polish. In *Proceedings of the 8th Workshop on Balto-Slavic Natural Language Processing (BSNLP)* (pp. 120–134).
- Nugroho, D. P. D., Hsu, Y., Hartauer, C., & Hartauer, A. (2024). Investigating the interconnection between environmental, social, and governance (ESG), and corporate social responsibility (CSR) strategies: An examination of the influence on consumer behavior. *Sustainability*, 16(2), 3421. <https://doi.org/10.3390/su16020614>
- Othman, I. W., Hasan, H., Tapsir, R., Rahman, N. A., Tarmuji, I., Majdi, S., Masuri, S. A., & Omar, N. (2012). Text readability and fraud detection. *2012 IEEE Symposium on Business, Engineering and Industrial Applications*, 72–77.
- Peng, Y., Wang, G., Kou, G., & Shi, Y. (2011). An empirical study of classification algorithm evaluation for financial risk prediction. *Applied Soft Computing*, 11(2), 2906–2915. <https://doi.org/10.1016/j.asoc.2010.11.028>
- Primec, A., & Belak, J. (2022). Sustainable CSR: Legal and managerial demands of the new EU legislation (CSRD) for the future corporate governance practices. *Sustainability*, 14(24), 16530.

- Rostek, K., & Młodzianowski, D. (2017). Współzależność informacji sieciowych oraz zmian indeksów zachodzących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach*, 42(115), 89–104.
- Ruggerio, C. A. (2021). Sustainability and sustainable development: A review of principles and definitions. *Science of The Total Environment*, 786.
<https://doi.org/10.1016/j.scitotenv.2021.147481>
- Rybiński, K. (2020). The forecasting power of the multi-language narrative of sell-side research: A machine learning evaluation. *Finance Research Letters*, 34.
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.08.009>
- Samonas, M. (2015). *Financial forecasting, analysis, and modelling: A framework for long-term forecasting*. John Wiley & Sons.
- Senave, E., Jans, M. J., & Srivastava, R. P. (2023). The application of text mining in accounting. *International Journal of Accounting Information Systems*, 50.
<https://doi.org/10.1016/j.accinf.2023.100624>
- Sheffield, P. E., & Landrigan, P. J. (2010). Global climate change and children's health: Threats and strategies for prevention. *Environmental Health Perspectives*, 119(3), 291–298.
<https://doi.org/10.1289/ehp.1002233>
- Smeuninx, N., De Clerck, B., & Aerts, W. (2016). Measuring the readability of sustainability reports: A corpus-based analysis through standard formulae and NLP. *International Journal of Business Communication*, 57(1), 52–81. <https://doi.org/10.1177/2329488416675456>
- Social Accountability International. (2024). *SA8000 Standard*. <https://sa-intl.org/programs/sa8000/>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Tetlock, P. C. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *The Journal of Finance*, 62(3).
- Thuiller, W., Lavorel, S., Araújo, M. B., Sykes, M. T., & Prentice, I. C. (2005). Climate change threats to plant diversity in Europe. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 102(23), 8245–8250. <https://doi.org/10.1073/pnas.0409902102>
- Trocka, M. (2023). Raportowanie informacji związanych z klimatem na przykładzie banków. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 85(2). <https://doi.org/10.14746/rpeis.2023.85.2.15>
- UNIDO. (n.d.). What is CSR? *United Nations Industrial Development Organization*.
<https://www.unido.org/our-focus-advancing-economic-competitiveness-competitive-trade-capacities-and-corporate-responsibility-corporate-social-responsibility-market-integration/what-csr>
- Wilkinson, A., Hill, M., & Gollan, P. (2001). The sustainability debate. *International Journal of Operations & Production Management*, 21(12).

- Wójcik-Jurkiewicz, M. (2020). Non-financial reporting of banks from a socially responsible perspective – examples from wig-ESG. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 108(164).
- World Commission on Environment and Development. (1987). *Our common future*. Oxford University Press.
- Wypych, M. (2018). Efektywność inwestycji w spółki społecznie odpowiedzialne. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, 19(10, cz. 1), 553–569.
- Xing, F. Z., Cambria, E., & Welsch, R. E. (2017). Natural language-based financial forecasting: A survey. *Artificial Intelligence Review*, 50(1), 49–73. <https://doi.org/10.1007/s10462-017-9588-9>
- Yoon, J., Han, S., Lee, Y., & Hwang, H. (2023). Text mining analysis of ESG management reports in South Korea: Comparison with Sustainable Development Goals. *SAGE Open*, 13(4). <https://doi.org/10.1177/21582440231202896>
- Zou, X., Jiang, J., Zhang, H., & He, H. (2024). ESG performance, media coverage, and brand value. *Asia Pacific Journal of Marketing and Logistics*, 37(4). <https://doi.org/10.1108/APJML-04-2024-0441>
- Zumante, I., & Bistрова, J. (2021). ESG importance for long-term shareholder value creation: Literature vs. practice. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(2). <https://doi.org/10.3390/joitmc7020127>

Received: 05.11.2024
Accepted: 23.03.2025
Available online: 31.03.2025



Funding information: Not applicable. **Conflicts of interests:** None. **Ethical considerations:** The Author assures of no violations of publication ethics and takes full responsibility for the content of the publication.

WPŁYW ZABURZEŃ W GOSPODARCE WYWOŁANYCH PANDEMIĄ COVID-19 NA PŁYNNOŚĆ FINANSOWĄ PRZEDSIĘBIORSTW

Andrzej Kuciński*

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.45.05>

THE IMPACT OF THE ECONOMIC DISRUPTION CAUSED BY THE COVID-19 PANDEMIC ON THE LIQUIDITY OF ENTERPRISES

ABSTRACT

The purpose of the article. The purpose of the article is to analyze the impact of rapid changes in the economic environment caused by the Covid-19 pandemic on the level of liquidity. The analysis will be carried out in broad terms, i.e. for non-financial companies in Poland, and in narrower terms, i.e. for non-financial companies in the section of wholesale and retail trade; repair of motor vehicles, including motorcycles, as well as for companies representing the clothing and footwear sector on the Warsaw Stock Exchange (WIG-clothing). The article verifies the research hypothesis stating whether non-financial companies in Poland, as well as non-financial companies from the wholesale and retail trade section and companies from the clothing and footwear sector listed on the Warsaw Stock Exchange (WIG-clothing), have experienced deterioration in liquidity.

Methodology. The analysis and evaluation of the impact of the disruption in the economy caused by the Covid-19 pandemic on the liquidity of enterprises was carried out on the basis of selected statistics – financial indicators for non-financial enterprises with books of accounts, where the number of employees was 50 or more in general and for the section of wholesale and retail trade; repair of motor vehicles, including motorcycles and companies from the WIG- clothes index listed on the Warsaw Stock Exchange. The study used as research methods: a review of the literature on the subject, an analysis of selected statistical data from the Central Statistical Office, an analysis of selected financial indicators used in assessing the financial condition of enterprises, and deductive reasoning in formulating the conclusions from the research results obtained. The analysis was conducted for the years 2018–2023 using financial data from the Notoria Serwis database and statistical data from the Central Statistical Office – Local Data Bank.

Results of the research. The results of the study show that the Covid-19 pandemic did not cause any negative effects on financial liquidity in the surveyed group of non-financial enterprises employing 50 people or more, nor in enterprises included in section G in the economy and in the group of companies in the WIG-clothes index listed on the Warsaw Stock Exchange.

Keywords: Covid-19 pandemic, economic shock, financial liquidity.

JEL Class: E60, G30, H12, I15.

* Dr, Akademia im. Jakuba z Paradyża w Gorzowie Wielkopolskim, <https://orcid.org/0000-0002-8988-8872>
Corresponding Author. E-mail: akucinski@ajp.edu.pl

Wpływ zaburzeń w gospodarce wywołanych pandemią Covid-19 na płynność finansową przedsiębiorstw

W ekonomii pojęcie kryzysu na ogół łączone jest z recesją, załamaniem, zawirowaniami czy chaosem gospodarczym, który wywoływany jest przez czynniki wewnętrzne bądź zewnętrzne (Wague, 2009: 82). Współcześnie kryzysy mają coraz częściej charakter globalny, ze względu na otwartość gospodarek oraz ścisłe powiązania ekonomiczne występujące pomiędzy poszczególnymi krajami (Adamczyk, 2012: 13). Kryzysy stanowią dziś nieodzowny element każdej gospodarki, z reguły ich burzliwy, nieprzewidywalny przebieg powoduje dotkliwe, rozległe negatywne skutki dla uczestników gospodarki. Przykład niedawnego kryzysu, pandemii Covid-19, pogrążył świat w okowach ogólnoswiatowej recesji. Wśród najbardziej widocznych jej skutków były zaburzenia w łańcuchach dostaw, ograniczenia w prowadzeniu działalności gospodarczej, czy też problemy finansowe przedsiębiorstw, głównie związane z utrzymaniem płynności finansowej.

Poszukując źródeł będących zarzewiem kryzysów w gospodarce, w kontekście ostatniego kryzysu, należy wskazać na czynniki naturalne, które charakteryzują się zazwyczaj nieprzewidywalnością oraz nieregularnością występowania. Na ogół kryzysy w gospodarce mają podłoże ekonomiczne wywołując poważne turbulencje w gospodarce (Nazarczuk et al., 2022: 5–6).

Kryzys wywołany wirusem SARS-Cov2 miał swe źródło w czynnikach pozaekonomicznych. Niespodziewane, trudne do przewidzenia zdarzenia o dużym wpływie i skali oddziaływania pasują do opisu pandemii, ale i do sformułowanej przez Talebą teorii „czarnego łabędzia”, to jest zjawiska, które uważa się za mało prawdopodobne lub niemożliwe do wystąpienia, dopóki się nie pojawi (Taleb, 2007: 17–18). Według Talebą pandemia Covid-19 nie jest przykładem typowego „czarnego łabędzia”, ale nie zmienia to faktu, że pojawienie się i rozprzestrzenienie koronawirusa było trudnym do przewidzenia zdarzeniem o wielkim znaczeniu dla gospodarki.

Pandemia Covid-19 odpowiada za ostatni globalny kryzys gospodarczy, który objął swym zakresem większość sektorów gospodarki. W celu zahamowania transmisji wirusa zastosowano strategię lockdownu, który okazał się bardzo kosztowny dla całej gospodarki. W warunkach kryzysu, utrzymanie płynności finansowej jest priorytetem, niestety, pandemia Covid-19 brutalnie to zweryfikowała, eliminując z rynku przedsiębiorstwa, które nie były w stanie jej zachować.

Biorąc pod uwagę kluczową rolę płynności finansowej w zapewnieniu stabilności przedsiębiorstw, celem niniejszego artykułu jest analiza wpływu gwałtownych zmian w otoczeniu gospodarczym wywołanych pandemią Covid-19 na poziom płynności finansowej. Analiza ta zostanie przeprowadzona w ujęciu szerokim, tj. dla przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce oraz w ujęciu węższym, tj. dla przedsiębiorstw niefinansowych z sekcji handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle, jak i dla spółek reprezentujących sektor odzież i obuwanie na GPW w Warszawie (WIG-odzież). Niekorzystne skutki pandemii Covid-19 wpłynęły na niemal wszystkie branże i działające w nich przedsiębiorstwa, skala restrykcji wprowadzonych

w związku z pandemią koronawirusa determinowała problemy poszczególnych przedsiębiorstw działających w ich ramach (Jaroch, 2023: 1070). Wybór sektora do badania wynikał z dwóch głównych przesłanek: jego znaczenia w gospodarce oraz wpływu pandemii Covid-19. Skoncentrowanie uwagi na sektorze handlu (w tym branży odzieżowej i obuwniczej) podyktowane było tym, że jest to jedna z głównych sekcji PKD w polskiej gospodarce, która generuje znaczący udział w PKB. Jednocześnie sektor ten, obok takich branż, jak hotelarstwo i gastronomia, kultura, rozrywka i rekreacja, transport czy budownictwo, należy do grupy najbardziej dotkniętych skutkami pandemii Covid-19. W artykule poddano weryfikacji hipotezę badawczą mówiącą o tym, czy przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce, a także przedsiębiorstwa niefinansowe z sekcji handel hurtowy i detaliczny oraz spółki z sektora odzież i obuwanie notowanych na GPW w Warszawie (WIG-odzież) doświadczyły pogorszenia płynności finansowej. W opracowaniu wykorzystano jako metody badawcze: przegląd literatury przedmiotu, analizę wybranych danych statystycznych GUS, analizę wybranych wskaźników finansowych wykorzystywanych przy ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz wnioskowanie dedukcyjne przy formułowaniu wniosków z uzyskanych rezultatów badań. Badania obejmowały lata 2018–2023, zaś głównym źródłem informacji wykorzystanych do realizacji celu i weryfikacji hipotezy były dane pochodzące z GUS – Bank Danych Lokalnych oraz bazy danych Notoria Serwis.

Przegląd badań nad wpływem pandemii Covid-19 na sytuację finansową, w tym płynność finansową przedsiębiorstw

Pandemia Covid-19 sparaliżowała globalną gospodarkę, wywołując głęboki kryzys, którego wielopłaszczyznowe skutki obejmowały m.in. przeciążenie systemów opieki zdrowotnej, zakłócenia w łańcuchach dostaw, wzrost bezrobocia, spadek popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego oraz wzrost ryzyka niewypłacalności przedsiębiorstw, zwłaszcza w sektorach najbardziej dotkniętych pandemią (Jędrzejowska & Wróbel, 2021:173). Kryzys swym zakresem najbardziej dotknął te sektory gospodarki, które musiały zaprzestać lub znacząco ograniczyć zakres dotychczas prowadzonej działalności gospodarczej, m.in. gastronomia, turystyka czy hotelarstwo (Gałęcka & Nestoruk: 2024: 55). Pandemia Covid-19 wywarła znaczący wpływ na sytuację finansową przedsiębiorstw, przy czym płynność finansowa okazała się jednym z kluczowych czynników determinujących ich stabilność. W literaturze odnaleźć można wiele publikacji podejmujących problematykę wpływu pandemii Covid-19 na sytuację finansową podmiotów gospodarczych, w tym płynność finansową.

Jednym z tematów pojawiających się z przeglądu badań jest dostrzeżenie zjawiska zombifikacji gospodarki, które obserwowane było na długo przed pandemią. Programy rządowe związane z Covid-19, niskie stopy procentowe czy też pożyczki na preferencyjnych warunkach to czynniki sprzyjające istnieniu firm „zombie” w gospodarce. Wyniki badań z gospodarki japońskiej dowodzą, że przedsiębiorstwa o niskiej zdolności kredytowej mogły być subsydiowane dzięki pomocy państwa lub wierzycieli (Hoshi et al., 2023: 12–15). Z kolei badania z rynku polskiego wskazują, że kryzys

gospodarczy wywołany pandemią koronawirusa przyczynił się do wzrostu liczby firm zombie wśród spółek notowanych na GPW w Warszawie, których dalsze istnienie uzależnione było od ich dźwigni finansowej i uzyskiwanej rentowności (Nehrebecki, 2023: 167–170).

Innym, równie istotnym problemem podejmowanym w badaniach była kwestia dostępności źródeł finansowania oraz rosnącego zapotrzebowania na środki finansowe ze strony przedsiębiorstw np. w formie kredytów obrotowych w okresie pandemii. Okazuje się bowiem, że w sytuacji wyraźnego spowolnienia gospodarczego dochodzi do ograniczenia dopływu środków pieniężnych do przedsiębiorstw, co z kolei pogłębia ich trudności finansowe lub utrudnia prowadzenie działalności gospodarczej. Badania wskazują, że zaostrzona polityka kredytowa banków podczas pandemii istotnie ograniczyła dostępność finansowania, szczególnie dla małych i średnich przedsiębiorstw. Sektor bankowy wykazywał większą ostrożność wobec MŚP, obawiając się o ich kondycję finansową, przyjął on wobec nich bardziej restrykcyjne podejście niż względem dużych przedsiębiorstw (Śliwa & Kłosowska, 2022: 108–109). Inne badania wskazują, że działania poszczególnych państw mające na celu zaradzenie problemowi niedoboru płynności finansowej MŚP pozwoliły wyraźnie ograniczyć skalę ich upadłości, gdzie bez instrumentów wsparcia publicznego szacowana skala upadłości byłaby wyraźnie większa, wywołując problem makroekonomiczny – wzrost bezrobocia (Gourinchas et al., 2020: 46–47).

Bezprecedensowe ograniczenia nałożone w czasie pandemii Covid-19 doprowadziły do głębokiej recesji w gospodarce doprowadzając do zaburzeń w funkcjonowaniu wiele przedsiębiorstw. Problem ten został potwierdzony przez liczne badania, które wskazały, że pandemia Covid-19 miała zróżnicowany wpływ na sytuację finansową przedsiębiorstw z różnych branż. Wyniki badań Hoeven i Roosjen (2021: 407–408) wskazują, że pandemia miała negatywny wpływ na sytuację finansową przedsiębiorstw działających w sektorze lotniczym, które odnotowały bardzo duży spadek swoich przychodów ze sprzedaży. Podobnie działalność hotelarska, jak i gastronomiczna, należą do tych szczególnie mocno dotkniętych przez pandemię Covid-19. Przedsiębiorstwa z tych branż zmagają się przede wszystkim z gwałtownym spadkiem sprzedaży, trudnościami z pozyskaniem finansowania i koniecznością zwolnień pracowników (Alotaibi & Khan, 2022: 851). Pandemia Covid-19 negatywnie wpłynęła również na sytuację finansową przedsiębiorstw z sektora dóbr trwałych. Wpływ ten był mniejszy w przypadku spółek reprezentujących sektor deweloperski, niż w przypadku sektora motoryzacyjnego (Hyży, 2023: 51–52). Z kolei badania Kłoczko i Kołoczko-Chomentowskiej (2022: 37–38) dowodzą, że pandemia Covid-19 miała pozytywny wpływ na wyniki finansowe, w tym płynność finansową przedsiębiorstw działających w obszarze sprzedaży wyrobów farmaceutycznych i medycznych. Istnieją również inne badania, które szczegółowo analizują wpływ pandemii Covid-19 na wyniki finansowe przedsiębiorstw z punktu widzenia innych sektorów gospodarki, takich jak budowlana (Kraska & Kot, 2024), gamingowa (Głowa, 2023), odzieżowa (Kruczek, 2023).

Trudno nie zwrócić uwagi również na dostępne opracowania obrazujące wpływ pandemii wywołanej przez koronawirusa SARS-Cov-2 bezpośrednio na płynność finansową jednostki. Gałęcka

oraz Nestoruk przeprowadziły badania na grupie przedsiębiorstw niefinansowych, których liczba pracujących była nie mniejsza niż 50 osób (przedsiębiorstwa średnie i duże), stwierdzając, że pandemia Covid-19 nie miała negatywnego wpływu na ich sytuację finansową. Według badaczek badana grupa przedsiębiorstw nie wykazywała problemów z płynnością finansową, a ich działalność była rentowna (Gałęcka & Nestoruk, 2024: 61–69). Uzyskane wyniki badań dotyczą jedynie ogólnej grupy przedsiębiorstw, bez uwzględnienia ich przynależności sektorowej. Tymczasem skutki pandemii mogą mieć zróżnicowany wpływ na poszczególne branże gospodarki, zarówno negatywny, jak i pozytywny. Z kolei wyniki badań Kraski (2022), ale i Chmielewskiego oraz Pioch (2020) wskazują, że pandemia miała negatywny wpływ na sytuację finansową przedsiębiorstw. Ciekawy kierunek badań zaprezentowały Czajkowska, Bolek oraz Pluskota (2024), analizując związek między płynnością a innymi czynnikami finansowymi, takimi jak zadłużenie, rentowność, czy ryzyko bankructwa, w kontekście pandemii COVID-19.

Pandemia Covid-19 wywarła głębokie i trwałe skutki w wielu gospodarkach na świecie. Duża grupa przedsiębiorstw doświadczyła pogorszenia płynności finansowej w wyniku spadku przychodów i zwiększenia kosztów związanych z pandemią, wskaźników rentowności zwłaszcza w sektorach najbardziej dotkniętych restrykcjami, problemów zapewnienia ciągłości produkcji, wzrostu zadłużenia w celu utrzymania działalności, zmienności rynków finansowych itp. Tym samym można odnaleźć wyniki badań prezentujące oddziaływanie kryzysu wywołanego przez Covid-19 na gospodarki poszczególnych państw np. Francji (Guerini et al., 2021), Nigerii (Amnim et al., 2021), Malezji (Shaharuddin et al., 2021), USA (Clampit et al., 2021), Bangladeszu (Karim et al., 2021).

Istota i rodzaje zaburzeń w gospodarce

Pandemia Covid-19 to przykład zdarzenia, które łączy się z pojęciem szoku gospodarczego oraz kryzysu gospodarczego. W kontekście innych niespodziewanych wydarzeń pojawiających się na świecie, jak wojna na Ukrainie, katastrofy naturalne, podkreśla się, że tego rodzaju zjawiska mają charakter szokowy, wskazując na ich ekstraordynaryjny, nagły i nieoczekiwany wpływ na procesy społeczno-ekonomiczne (Plichta et al., 2022:7). To właśnie ostatnie wstrząsy wywołane przez pandemię doprowadziły do gwałtownych zaburzeń w gospodarce, które wywołały kryzys.

Szoki ekonomiczne definiuje się jako zaskakujące, nieprzewidywalne zdarzenia gospodarcze i/lub polityczne, pobudzające wzrost gospodarczy lub będące przyczyną recesji (Bukowski, 2011: 24). Szoki gospodarcze, niezależnie od przyczyny, zasięgu oraz skali skutków wpływają na gospodarkę, jej sektory, jak i na poszczególne przedsiębiorstwa (Spoz et al., 2021: 959). Co prawda szoki gospodarcze mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na gospodarkę, ale często termin ten jest używany w kontekście podkreślenia negatywnych następstw zmian na rynku.

Tabela 1*Rodzaje szoków gospodarczych*

Kryterium klasyfikacji	Rodzaje szoków w ramach kryterium
Kanał oddziaływania	szoki popytowe szoki podażowe
Symetryczność oddziaływania	szoki symetryczne szoki asymetryczne
Obszar oddziaływania	szoki ogólnokrajowe szoki regionalne
Polityka gospodarcza	szoki egzogeniczne w stosunku do polityki gospodarczej szoki wywołane przez politykę gospodarczą
Trwałość oddziaływania	szoki trwałe szoki przejściowe
Charakter oddziaływania	szoki ogólnogospodarcze szoki sektorowe
Sfera gospodarki	szoki wywołane zmianami w sferze realnej gospodarki szoki wywołane zmianami w sferze finansowej gospodarki
Wielkość szoku	szoki duże szoki małe
Źródło szoku	szoki wewnętrzne szoki zewnętrzne

Źródło: Drop (2001: 26).

Szoki gospodarcze dzieli się na różne jego rodzaje. Zgodnie z przedstawionymi w tabeli 1 kryteriami podziału szoków gospodarczych, z punktu widzenia kryterium kierunku oddziaływania na gospodarkę, wyróżnić możemy szoki popytowe oraz szoki podażowe. W przypadku szoków popytowych chodzi o nagłe i nieprzewidziane zmiany popytu krajowego lub zagranicznego wywołane zmniejszeniem dochodów lub wydatków realizowanych przez konsumentów i przedsiębiorstwa. Z kolei szoki podażowe wynikają ze zdarzeń wpływających na koszty produkcji, np. wahania cen surowców, zmiany kosztów płac, rozwój technologii (Nazarczuk et al., 2022: 14). Pandemia Covid-19 odpowiedzialna jest za wstrząsy w gospodarce zarówno o charakterze popytowym, jak i podażowym. I tak na skutek wprowadzonych ograniczeń w działalności gospodarczej oraz barier w przemieszczaniu się spadła konsumpcja w gospodarce, gdzie najbardziej dotkniętym obostrzeniami sektorem okazał się być sektor usług, obejmujący takie branże jak turystyka, gastronomia, transport. Spadek wydatków konsumpcyjnych wynikał głównie z niższego rozporządzalnego dochodu społeczeństwa, które uzyskiwało niższe dochody lub w ogóle w sytuacji utraty pracy, ale i czynników behawioralnych, gdyż towarzysząca ludziom niepewność oraz lęk o własne życie, wymusił na nich naturalne zachowania ograniczające wydatki na dobra, które nie są konieczne. Skutki szoku popytowego odczuli również przedsiębiorcy, niższe dochody oraz wzrost niepewności doprowadził do wyhamowania wydatków inwestycyjnych, zmniejszenia rozmiarów produkcji przemysłowej na skutek zmniejszenia popytu

wewnętrznego, ale i eksportu (Sienkiewicz, 2021: 48–49). Obserwowany szok popytowy był zróżnicowany, albowiem w pewnych grupach towarów i usług miał miejsce wyraźny wzrost popytu, np. na usługi medyczne, sprzedaż leków, zaś w innych ich gwałtowny spadek np. turystyka, hotele, restauracje. Skutkiem odczuwalnego szoku podażowego w gospodarce był przede wszystkim spadek produkcji przemysłowej oraz redukcja zatrudnienia. Negatywnych następstw było więcej, albowiem w wyniku wprowadzonej powszechnej izolacji społeczeństwa częstą sytuacją było zaprzestanie produkcji, co dalej przekładało się na załamanie dotychczasowych łańcuchów dostaw, a w ostateczności na niższą podaż dóbr i usług oraz produktywność (Konecka & Łupicka, 2022: 46 i n.; Sienkiewicz, 2021: 49).

Biorąc pod uwagę symetryczność oddziaływania, szoki możemy podzielić na symetryczne i asymetryczne. W przypadku szoków symetrycznych podkreśla się, że mają one z punktu widzenia różnych gospodarek poszczególnych państw podobny przebieg lub skutki. Z kolei „brak symetryczności zakłóceń gospodarczych wiąże się z niejednakową reakcją gospodarki na wystąpienie szoku” (Piłat, 2018: 7–8) definiuje się jako szok asymetrycznych. Okazuje się, że najczęściej szoki gospodarcze wywołują nieproporcjonalne zmiany w popycie i podaży różnych krajów, a wynikać to może z różnego poziomu rozwoju gospodarczego, zróżnicowanej polityki gospodarczej poszczególnych państw. Tym samym szok, jakiego doznała gospodarka światowa w wyniku pandemii, ma asymetryczny charakter, co znajduje swoje odzwierciedlenie w odmiennych skutkach, jaki szok wywołał w poszczególnych sektorach gospodarki w różnych państwach.

Z punktu widzenia obszaru oddziaływania możemy wyodrębnić szoki ogólnokrajowe występujące na poziomie poszczególnych państw oraz regionalne związane ze specyfiką danego regionu (Burzała, 2013: 54). Bez wątplenia można stwierdzić, że pandemia Covid-19 wywołała szok ekonomiczny o zasięgu globalnym (Plichta et al., 2022: 11), powodując globalny spadek dynamiki wzrostu gospodarczego, zerwanie globalnych łańcuchów dostaw. Jednocześnie należy podkreślić, że biorąc pod uwagę na przykład zróżnicowany udział zatrudnienia w sektorach dotkniętych przez pandemię (m.in. turystyka), mimo globalnego charakteru pandemii, skutki wywołane przez pandemię są zróżnicowane regionalnie (Conte et al., 2020).

Zgodnie z tabelą 1 szoki gospodarcze można podzielić wykorzystując inne kryteria podziału. Na podstawie kryterium polityki gospodarczej wyróżnić można szoki egzogeniczne w stosunku do polityki gospodarczej determinowane przez przyczyny zewnętrzne np. czynniki przyrodnicze, bądź też szoki wywoływane przez politykę gospodarczą, tj. przez czynniki ekonomiczne (Drop, 2001: 24–25).

Wśród innych kryteriów zaprezentowanych w tabeli 1 na uwagę zasługuje podział pozwalający wyodrębnić szoki wewnętrzne oraz zewnętrzne. Endogeniczne (wewnętrzne) szoki ekonomiczne wynikają z głównie ze zmian polityki gospodarczej, wskazując, że źródłem szoku ekonomicznego są czynniki związane z polityką gospodarczą państwa. Egzogeniczne (zewnętrzne) szoki gospodarcze cechuje przede wszystkim to, że są one poza kontrolą władz danego państwa oraz wiążą się ze znacznym wpływem na sytuację makroekonomiczną gospodarki, np. katastrofy naturalne (Geise, 2018: 60).

Pandemia Covid-19 jest przykładem „zewnętrznego „szoku” w życiu gospodarczym, zewnętrznej interwencji w życie gospodarcze i polityczne, „wstrząsu” spowodowanego przez czynniki, na które nie mamy praktycznie wpływu lub taki wpływ jest niezwykle ograniczony” (Hübner, 2020: 7).

„W każdym przypadku sytuacja powodująca szok oraz wstrząs doprowadzają zazwyczaj do sytuacji kryzysowej na poziomie jednostek, podmiotów i struktur społecznych, rozumianej jako stan nierównowagi, załamania, wahnięcia, zaburzenia” (Plichta et al., 2022: 11). Pojęcie kryzysu ekonomicznego można odnieść do nagłych zakłóceń czy zaburzeń w gospodarce, które zazwyczaj prowadzą do załamania koniunktury gospodarczej. Według Wague kryzys gospodarczy na ogół definiuje się jako recesję, załamanie, zawirowanie czy też chaos gospodarczy, a czynniki odpowiedzialne za wywołanie zjawiska w gospodarce narodowej umiejscowione są grupie czynników wewnętrznych oraz zewnętrznych (Wague, 2009: 82). Jak już wcześniej zaznaczono pandemia Covid-19 wywołała kryzys gospodarczy, których źródeł na próżno poszukiwać w błędnej polityce gospodarczej czy monetarnej państwa, a zatem natura ostatniego kryzysu nie miała podłoża endogenicznego. Jednocześnie należy zaznaczyć, że pandemia Covid-19 silnie wpłynęła na system finansowy i jego stabilność, pomimo tego, że źródło kryzysu ekonomicznego leżało wyraźnie poza systemem finansowym. Kryzysy gospodarcze charakteryzują się między innymi spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego, wzrostem długu publicznego, spadkiem płac realnych, obniżeniem poziomu konsumpcji czy spadkiem inwestycji (Czech et al., 2020: 10), i nie należy ich rozpatrywać wyłącznie z perspektywy wskaźników makroekonomicznych. Nie mniej istotne jest zwrócenie uwagi na skutki pandemii Covid-19 z punktu widzenia mikroekonomicznego, albowiem trudno nie odnieść wrażenia, że podmioty gospodarcze pozbawione możliwości zarabkowania popadły w różnego rodzaju problemy. Utrata rynków zbytu, utrata klientów czy problemy z utrzymaniem łańcuchów dostaw z perspektywy pojedynczego podmiotu znajduje swoje odzwierciedlenie w wynikach i ogólnej sytuacji ekonomicznej, która w dużym stopniu determinowana jest przez płynność finansową. Z uwagi na to, że powyższe problemy objęły sporą grupę podmiotów gospodarczych funkcjonujących w czasie pandemii, ryzyko utraty płynności finansowej wyraźnie wzrosło, a to ze względu na pojawiające się opóźnienia w spływie należności od kontrahentów, którzy pozbawieni dopływu środków pieniężnych nie mogli w wymaganych terminach regulować swoich wierzytelności. W związku z powyższym jedną z ważnych kwestii związaną z kryzysem ekonomicznym wywołanym przez szok pandemiczny jest problem zachowania płynności finansowej przez podmioty gospodarcze.

Pojęcie i narzędzia pomiaru płynności finansowej

Pandemia Covid-19 wstrząsnęła rynkami finansowymi, zakłóciła ciągłość dostaw podstawowych towarów i usług, doprowadziła do kryzysu ekonomicznego i załamania światowej gospodarki, zagroziła wypłacalnością wielu przedsiębiorstw oraz państw na świecie. Trudne warunki makroekonomiczne, w jakich przyszło funkcjonować przedsiębiorstwom, wymagało zadbania

w szczególności o płynność finansową, z uwagi na to, że utrzymanie płynności finansowej jest ważne zarówno w krótkim okresie – celem zapewnienia jednostce stabilnych warunków dla bieżącego jej funkcjonowania oraz w długim terminie – dla dalszego trwania i rozwoju jednostki (Demmou et al., 2022: 48). Płynność finansowa w ujęciu krótkoterminowym oznacza przede wszystkim zdolność jednostki do spłaty wymagalnych zobowiązań, w aspekcie długoterminowym determinuje jej wypłacalność. Niewypłacalność z reguły prowadzi do upadłości, i oznacza trwałą utratę zdolności do regulowania zobowiązań (Piosik, 2022: 325). W wyniku wprowadzonych ograniczeń w związku z pandemią Covid-19 wyraźnie wzrosło ryzyko utraty płynności finansowej wśród podmiotów gospodarujących, w tym ryzyko upadłości.

W literaturze przedmiotu pojęcie płynności finansowej jest różnie definiowane, rozpatrywane z perspektywy różnych ujęć (Abbas et al., 2021: 366–367). Jednym z nich jest ujęcie majątkowe, które nakazuje rozumieć płynność finansową jako „zdolność aktywów do zamiany na środki pieniężne w jak najkrótszym czasie i bez utraty wartości” (Wędzki, 2003: 33). Piątek oraz Moczydłowski podobnie definiują płynność finansową w ujęciu majątkowym jako „łatwość dokonania uzasadnionej wymiany składników majątkowych, które mogą być relatywnie szybko i bez większych kosztów „upłynnione”, czyli zamienione na gotówkę” (Piątek & Moczydłowski, 2017: 120). W praktyce ocena tego, czy struktura majątku jaką dysponuje przedsiębiorstwo jest łatwa czy trudna do upłynnienia nie należy do najprostszych lub też w ogóle jest niemożliwa do przeprowadzenia przez osoby z zewnątrz, które dysponują ograniczonymi informacjami. Ponadto to, że w strukturze aktywów przedsiębiorstwa przeważa majątek obrotowy nie musi przesądzać o tym, że jednostka posiada płynność finansową, chociażby z tego powodu, że aktywa obrotowe mogą być niemożliwe do upłynnienia na rynku, bądź utraciły walory użytkowe lub jakościowe (Kuciński, 2021: 81). Niezależnie od powyższego zdolność przedsiębiorstwa w zakresie zarządzania zobowiązaniami finansowymi wymaga od niego dysponowania odpowiednią wielkością płynnych aktywów (Opler et al. 1999: 4).

Najczęściej płynność finansową rozpatruje się w aspekcie majątkowo-kapitałowym, tłumacząc ją jako zdolność do regulowania zobowiązań krótkoterminowych w terminie ich wymagalności (Kusak 2006: 9; Cicirko, 2010: 12). Zaletą tego podejścia jest to, że zdolność do spłaty bieżących zobowiązań jest wyznaczana w oparciu o kategorie odnoszące się zarówno do aktywów jak i pasywów w bilansie. Tym samym podkreśla się, że zdolność do spłaty zobowiązań zależna jest nie tylko od płynności majątku posiadanego przez jednostkę, ale i od poziomu wymagalności zobowiązań, a w zasadzie od udziału zobowiązań krótkoterminowych uczestniczących w finansowaniu aktywów. W ujęciu majątkowo-kapitałowym aktywa przedsiębiorstwa stanowią zabezpieczenie spłaty zobowiązań w terminie. A zatem utrzymanie płynności w przedsiębiorstwie uzależnione jest nie tylko od posiadanych środków pieniężnych, ale i od majątku, który łatwy jest do upłynnienia, jak i odpowiedniego udziału zobowiązań długoterminowych finansujących majątek jednostki. Trzecie podejście dotyczy aspektu przepływów pieniężnych, w którym przede wszystkim podkreśla, że płynność finansową nie charakteryzuje wartość zgromadzonych zasobów czy posiadanych środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, lecz „zdolność

przedsiębiorstwa do osiągnięcia przepływów pieniężnych umożliwiających regulowanie wymagalnych zobowiązań i pokrywanie niespodziewanych wydatków gotówkowych” (Wędzki, 2003: 34).

W literaturze nie brakuje innych określeń i sposobów definiowania płynności finansowej. Gos wprowadza do literatury pojęcie płynności płatniczej (aktualnej), płynności strukturalnej oraz płynność potencjalnej (utajnionej) (Gos, 2004: 28), z kolei Bednarski i Waśniewski pojęcie płynności naturalnej (źródłowej) oraz sztucznej (wyprowadzanej) (Bednarski & Waśniewski, 1996: 331), czy płynności krótkoterminowej oraz płynności długoterminowej (równowaga dochodowa) (Siepińska & Jachna, 2004: 145–146). Pewnym podsumowaniem dla funkcjonujących różnych podejść w definiowaniu płynności finansowej może być propozycja G. Michalskiego, który jest zdania, że jeżeli przedsiębiorstwo znajduje się w położeniu, kiedy jego środki pieniężne są niewystarczające do uregulowania wymaganych zobowiązań, to możliwość zapłaty uzależniona jest od zdolności zamiany aktywów na środki pieniężne, a ta zdolność z kolei od pojemności rynku aktywów przedsiębiorstwa, którą wyznacza pozycja konkurencyjna jednostki (Michalski, 2010: 39).

Zachowanie płynności finansowej jest tak samo ważne, jak zapewnienie jednostce określonej rentowności. Płynność finansowa oraz rentowność to kategorie ekonomiczne wzajemnie ze sobą powiązane, i można je rozpatrywać w ten sposób, że utrzymanie płynności finansowej stanowi warunek dla osiągnięcia rentowności, przy czym rentowność nie prowadzi automatycznie do zapewnienia płynności (Zuba, 2010: 267–268). Fundamentalny związek między płynnością finansową a rentownością z jednej strony charakteryzuje poziom ryzyka finansowego, a z drugiej – zdolność przedsiębiorstwa do maksymalizacji korzyści właścicieli (Wasilewski & Zabolotnyy, 2016: 279). Wciąż wydaje się być nierozstrzygnięty charakter zależności pomiędzy płynnością finansową a rentownością ze względu na niejednoznaczność wyników. Istnieją badania potwierdzające, że płynność finansowa wpływa na płynność finansową (Mohanty & Mehrota, 2018; Kusumawati & Setiawan, 2019), ale i również takie, które tej zależności nie potwierdzają (Abdelaziz et al., 2020; Martami & Panji, 2020).

Do pomiaru płynności finansowej wykorzystywane są różnego rodzaju wskaźniki, które ogólnie można podzielić na dwie zasadnicze grupy: wskaźniki statyczne oraz wskaźniki dynamiczne. Statyczny pomiar płynności opiera się na danych pochodzących z bilansu, są to dane na określony moment, co oznacza, że obraz płynności przedstawiany jest na konkretny dzień bilansowy (Cicirko, 2010: 84; Kuciński, 2024: 49). Wśród klasycznych narzędzi statycznego pomiaru płynności finansowej należy wymienić wskaźnik bieżącej płynności, wskaźnik szybkiej płynności, wskaźnik płynności gotówkowej, kapitał obrotowy netto. Wskaźnik bieżącej płynności traktowany jest jako podstawowe narzędzie wykorzystywane w ocenie płynności finansowej przedsiębiorstwa, wyrażający stosunek aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych (Nowak, 2017: 236). Z konstrukcji wskaźnika wynika, że przedsiębiorstwo, aby mogło zachować płynność finansową musi dysponować odpowiednią nadwyżką aktywów obrotowych względem zobowiązań krótkoterminowych. O ile można mieć wrażenie, że formuła wskaźnika jest prosta, to w stosunku do niego formułowane są różnego rodzaju uwagi metodologiczne, terminologiczne. Jednym z przykładów problemów są formułowane różne

wartości normatywne dla wskaźnika bieżącej płynności finansowej np. 1,2–2,0; czy 1,5–2,0 (Kuciński, 2022: 188). W przypadku wskaźnika szybkiej płynności formuła zakłada m.in. wyeliminowanie z licznika wskaźnika najmniej płynnych aktywów obrotowych, to jest zapasów oraz krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych. W ten sposób wskaźnik szybkiej płynności bardziej precyzyjnie wskazuje na zdolność przedsiębiorstwa w zakresie regulowania krótkoterminowych zobowiązań finansowych, albowiem nie wszystkie aktywa obrotowe charakteryzuje ta sama płynność, za najmniej płynne uważa się zapasy, gdyż ich upłynnienie jest w praktyce czasochłonne. Z reguły uznaje się za wystarczające, aby wskaźnik wykazywał poziom powyżej 1 (Cicirko, 2010: 87–88). Z kolei wskaźnik płynności gotówkowej informuje jaka część zobowiązań krótkoterminowych mogłaby być bez zbędnej zwłoki uregulowana posiadanymi przez przedsiębiorstwo środkami pieniężnymi. Wskaźnik gotówkowy często ma charakter uzupełniający względem pozostałych wskaźników statycznej płynności finansowej, z uwagi na to, że trudno oczekiwać od przedsiębiorstwa tego, aby dysponowało ono poziomem środków pieniężnych, które w pełni pokrywałyby krótkoterminowe zobowiązania. Biorąc pod uwagę, że działania przedsiębiorstwa ukierunkowane są na podejmowanie efektywnych decyzji, wymusza to na nim konieczność zarządzania płynnością finansową. W tym kontekście pojawia się problematyka kapitału obrotowego netto jako miary płynności finansowej będącej różnicą między aktywami obrotowymi a zobowiązaniami krótkoterminowymi – podejście majątkowe lub różnicy między kapitałem stałym a aktywami trwałymi – podejście kapitałowe (Kuciński, 2017: 77), ale i kwestia zaimplementowanej strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto, jako całokształtu podejmowanych decyzji w zakresie kształtowania struktury aktywów krótkoterminowych oraz źródeł finansowania w przedsiębiorstwie (Kuciński, 2017: 78).

Obok wskaźników statycznej płynności finansowej wykorzystywane jest podejście dynamiczne, traktujące płynność finansową nie przez pryzmat ujęcia memoriałowego, które znajduje swoje odzwierciedlenie w bilansie, ale zgodnie z zasadą kasową, gdzie zdarzenia gospodarcze ujmowane są w momencie rzeczywistego przepływu środków pieniężnych, co ma miejsce w rachunku przepływów pieniężnych. Tym samym pomiar płynności finansowej według ujęcia dynamicznego odbywa się na podstawie sprawozdania jakim jest rachunek przepływów pieniężnych. Informacje pochodzące z rachunku przepływów pieniężnych pozwalają wyznaczyć wskaźniki finansowe charakteryzujące płynność finansową, które ujmowane są w ramach trzech grup wskaźników: wskaźniki struktury przepływów pieniężnych, wskaźniki wystarczalności środków pieniężnych oraz wskaźników wydajności środków pieniężnych (Cicirko, 2010: 103).

Dane i metody

Celem badania jest analiza i ocena wpływu gwałtownych zmian w otoczeniu gospodarczym wywołanych pandemią Covid-19 na poziom płynności finansowej przedsiębiorstw. Analizę przeprowadzono w ujęciu szerokim, tj. dla przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce oraz w ujęciu

węższym, tj. dla przedsiębiorstw niefinansowych z sekcji handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle, jak i dla spółek reprezentujących sektor odzież i obuwanie na GPW w Warszawie (WIG-odzież).

Pierwszy etap badań dotyczył przedsiębiorstw niefinansowych, prowadzących księgi rachunkowe, w których liczba pracujących wynosiła 50 osób i więcej (przedsiębiorstwa średnie i duże). Były to przedsiębiorstwa reprezentujące sektor prywatny, niezależnie od ich formy prawnej oraz przedmiotu działalności gospodarczej. Źródłem informacji wykorzystanych w analizie były zagregowane dane Głównego Urzędu Statystycznego zgromadzone w Banku Danych Lokalnych za lata 2018–2023. Ze względu na dostępność i zakres danych prezentowanych w Banku Danych, do oceny wpływu zmian wywołanych pandemią na płynność finansową przedsiębiorstw niefinansowych wykorzystano wybrane charakterystyki finansowe, to jest zmiany w zakresie kształtowania się przychodów z ogółu działalności, kosztów uzyskania przychodów, bezwzględnego wyniku finansowego ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, wskaźników rentowności sprzedaży oraz wskaźników statycznej płynności finansowej.

W dalszej części badania analizę i ocenę wpływu gwałtownych zmian w otoczeniu gospodarczym wywołanych pandemią Covid-19 na poziom płynności finansowej przedsiębiorstw przeprowadzono w węższym zakresie, tj. dla przedsiębiorstw niefinansowych z sekcji handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle, jak i dla spółek reprezentujących sektor odzież i obuwanie na GPW w Warszawie. Przy wyborze sektora do badania kierowano się dwoma głównymi przesłankami: znaczeniem sektora dla gospodarki oraz wpływem pandemii Covid-19 na sektor. Sektor handel, do którego zalicza się również branżę odzieżową i obuwniczą, to jedna z głównych sekcji PKD w polskiej gospodarce, która generuje znaczący udział w PKB. Jednocześnie sektor ten, obok takich branż, jak hotelarstwo i gastronomia, kultura, rozrywka i rekreacja, transport czy budownictwo, należy do grupy najbardziej dotkniętych skutkami pandemii Covid-19.

W przypadku przedsiębiorstw niefinansowych dla sekcji handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle wykorzystano zagregowane dane Głównego Urzędu Statystycznego zgromadzone w Banku Danych Lokalnych za lata 2018–2023 prezentując dane finansowe obejmujące ten sam zakres jak dla przedsiębiorstw niefinansowych reprezentujących sektor prywatny. Z kolei badanie dla przedsiębiorstw z sektora odzież i obuwanie notowanych na GPW w Warszawie (WIG-odzież) wykorzystano dane pochodzące ze sprawozdawczości finansowej z bazy danych Notoria Serwis. Do analizy wykorzystano wybrane charakterystyki finansowe, tj. zmiany w zakresie kształtowania się przychodów z ogółu działalności, kosztów uzyskania przychodów, bezwzględnego wyniku finansowego ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, wskaźników rentowności sprzedaży, wskaźników płynności finansowej, cyklu konwersji gotówki, stopy zadłużenia oraz wydajności gotówkowej sprzedaży. Ponadto, na wykresie pudełkowym dla wskaźnika bieżącej płynności finansowej, to jest jednego z kluczowych wskaźników analizowanych w artykule,

przedstawiono położenie, rozproszenie i kształt danych – medianę, kwartył 1, kwartył 3, wartość minimalną i maksymalną oraz wartości odstające. Wszystkie opisane charakterystyki pozwoliły na ocenę i uchwycenie zmienności wskaźników w zakresie kształtowania się płynności finansowej w badanej grupie przedsiębiorstw i zrealizować założony cel.

Na koniec 2023 roku indeks tworzyło 16 spółek. Badanie ograniczono wyłącznie do spółek krajowych, tym samym już na początku badania wyeliminowano 1 spółkę z badania – Silvano Group S.A. o rodowodzie zagranicznym. Indeks WIG-odzież jest indeksem sektorowym, w którego skład wchodzi spółki uczestniczące w indeksie WIG i jednocześnie zakwalifikowane do sektora „odzież i kosmetyki”. Badanie objęło wyłącznie spółki odzieżowe lub obuwnicze. Warunku tego nie spełniły 3 spółki. Ostatnim elementem, który decydował o wyborze spółek do badania dotyczyła sporządzania skonsolidowanych sprawozdań w całym okresie objętym analizie, tego warunku nie spełniła 1 spółka, co oznacza, że w badaniu ostatecznie uwzględniono 11 spółek (CCC; CDRL; Esotiq & Henderson; LPP; Lubawa; Monnari Trade; Protektor; Sanvil; VRG; Wittchen; Wojas).

Badaniem objęto lata 2018–2023, aby przedstawić sytuację w zakresie kształtowania się podstawowych wskaźników finansowych przez pandemią lata 2018–2019, w okresie pandemii 2020–2021 oraz po pandemii 2022–2023.

Analiza i ocena wpływu zaburzeń w gospodarce wywołanych pandemią Covid-19 na płynność finansową przedsiębiorstw

W tabeli 2 zestawiono wybrane wskaźniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych ogółem oraz dla sekcji G – Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle za lata 2018–2023, które poddano analizie w celu oceny tego, czy zaburzenia w gospodarce wywołane pandemią wpłynęły na płynność finansową.

Tabela 2

Wybrane wskaźniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych ogółem oraz dla sekcji G – Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle w latach 2018–2023

Wyszczególnienie	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody z całokształtu działalności w bln zł (ogółem)	3,057	3,236	3,207	3,961	5,047	5,289
Koszty uzyskania przychodów z całokształtu działalności w bln zł (ogółem)	2,919	3,088	3,064	3,696	4,742	5,005
Wynik finansowy ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w mld zł (ogółem)	137,6	144,0	149,0	221,5	293,7	280,4
Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto w % (ogółem)	4,6	4,6	4,8	5,8	6,0	5,5

Wskaźnik płynności finansowej III stopnia w % (ogółem)	144,8	145,0	149,1	154,0	156,1	151,2
Wskaźnik płynności finansowej II stopnia w % (ogółem)	98,4	98,9	103,4	107,6	105,4	107,2
Wskaźnik płynności finansowej I stopnia w % (ogółem)	36,2	38,1	43,9	44,1	39,0	39,7
Przychody z całokształtu działalności w bln zł (sekcja G)	0,953	1,003	1,013	1,222	1,463	1,517
Koszty uzyskania przychodów z całokształtu działalności w bln zł (sekcja G)	0,927	0,975	0,981	1,170	1,405	1,450
Wynik finansowy ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w mld zł (sekcja G)	27,4	31,2	34,9	50,7	63,0	70,7
Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto w % (sekcja G)	2,9	3,2	3,5	4,2	4,4	4,7
Wskaźnik płynności finansowej III stopnia w % (sekcja G)	131,8	133,1	140,4	141,9	140,1	142,1
Wskaźnik płynności finansowej II stopnia w % (sekcja G)	76,5	78,0	83,2	82,9	76,8	80,4
Wskaźnik płynności finansowej I stopnia w % (sekcja G)	24,8	27,8	33,0	31,7	27,0	29,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS – Bank Danych Lokalnych.

Z analizy wskaźników finansowych dla przedsiębiorstw niefinansowych ukazanych w tabeli 2 wynika, że w okresie przedpandemicznym kondycja przedsiębiorstw prowadzących księgi rachunkowe i zatrudniających 50 osób i więcej była stabilna. Przychody z całokształtu działalności osiąmane przez przedsiębiorstwa w 2019 roku wzrosły do 3 bilionów 236 miliardów złotych, dynamika przyrostu kosztów była mniejsza, co pozwoliło na uzyskanie wyższego wyniku finansowego ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów na poziomie 144 mld zł. Pomimo wzrostu przychodów oraz wyniku finansowego rok do roku analizowane przedsiębiorstwa uzyskały identyczną rentowność ze sprzedaży brutto na poziomie 4,6%. Z poziomu wskaźnika bieżącej płynności wynika, że badane przedsiębiorstwa utrzymywały relację aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych na poziomie 144,8–145,0%, co świadczyło o ich dobrej płynności finansowej, z kolei z poziomów wskaźnika szybkiej płynności wynika, że były one bliskie osiągnięcia poziomu uznawanych za bezpieczne, to jest 100%, zaś ze wskaźnika płynności III stopnia, że analizowane przedsiębiorstwa utrzymywały wysoki poziom płynnych aktywów (36,2–38,1%), które pokrywały w dużym stopniu zobowiązania krótkoterminowe w latach 2018–2019 środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. W przypadku przedsiębiorstw zaliczanych do sekcji G – Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle zaobserwowano rosnące przychody z działalności, koszty uzyskania przychodów z działalności oraz wynik finansowy na sprzedaży w latach 2018–2019. Rentowność sprzedaży brutto w latach 2018–2019 wynosiła 2,9–3,2 i była niższa niż rentowność uzyskiwana przez przedsiębiorstwa niefinansowe ogółem. Podobnie ma się sytuacja w zakresie płynności finansowej. Z poziomu wskaźnika bieżącej płynności wynika, że aktywa obrotowe pokrywały zobowiązania bieżące w przedziale 131,8–

133,1%. Wskaźnik szybkiej płynności kształtował się na poziomie 76,5–78%, znacznie poniżej zaleczanych teoretycznych wartości, przy czym nie musi to świadczyć o problemach z płynnością tego rodzaju przedsiębiorstw, gdyż praktyka wskazuje, że przedsiębiorstwa z sektora handel, z racji swojej specyfiki, utrzymują niższą relację szybko zbywalnych aktywów do zobowiązań krótkoterminowych. Tym samym ze wskaźnika płynności III stopnia wynika, że przedsiębiorstwa niefinansowe z sekcji G były w stanie uregulować bez większej zwłoki 24,8–27,8% zobowiązań krótkoterminowych.

Sytuacja przedsiębiorstw niefinansowych w okresie pandemicznym, czyli w latach w 2020–2021, zmieniała się dość dynamicznie. W 2020 roku spadły przychody z całokształtu działalności głównie z powodu wprowadzonych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej dla przedsiębiorców, spadku konsumpcji, zmniejszenia obrotu handlu zagranicznego. W kolejnym roku pandemicznym przychody z działalności przedsiębiorstw niefinansowych istotnie wzrosły do prawie 3,961 bln złotych, co wskazywałoby na szybkie zdolności adaptacyjne przedsiębiorstw do nowych warunków rynkowych, ale i efektywne pokonywanie istniejących barier poprzez rozwijanie nowych kanałów sprzedaży. Na polepszenie sytuacji wpłynęło zmniejszenie restrykcji covidowych, które w 2021 roku zostały znacznie złagodzone. Koszty uzyskania przychodów w 2020 roku rosły silniej niż w poprzednich okresach, tym samym dynamika przyrostu wyniku finansowego oraz rentowności sprzedaży brutto w pierwszym roku pandemii znacząco wyhamowała, w kolejnym istotnie wzrosła. Paradoksalnie w okresie pandemicznym nastąpiła poprawa płynności finansowej przedsiębiorstw niefinansowych, w tym czasie wszystkie wskaźniki statycznej płynności kształtowały się wyżej niż przed pandemią. Przedsiębiorstwa nie wykazywały problemów z płynnością, bynajmniej nie widać było problemów na poziomie badanej zbiorowości, a to głównie za sprawą wdrożonych instrumentów (pomocy publicznej) mających na celu łagodzenie negatywnych skutków pandemii, które często wiązały się ze wsparciem płynności finansowej przedsiębiorstw. Rząd Polski, w walce ze skutkami pandemii SARS-CoV-2, wdrożył szeroki pakiet rozwiązań, którego celem była ochrona zarówno miejsc pracy, jak i kondycji gospodarki. Działania te opierały się na pięciu filarach obejmujących: ochronę miejsc pracy oraz bezpieczeństwo pracowników, finansowanie przedsiębiorstw, ochronę zdrowia, wzmocnienie systemu finansowego, program inwestycji publicznych. Na realizację tych działań przeznaczono łącznie 212 mld zł. Na pomoc publiczną składały się również rozwiązania realizowane w ramach tarczy finansowej, których celem była ochrona rynku pracy i zapewnienie przedsiębiorstwom płynności finansowej w okresie zakłóceń gospodarczych. Szacowana pomoc w ramach tarczy finansowej to 100 mld zł. Największą rolę w zakresie pomocy publicznej kierowanej w stronę przedsiębiorstw w związku z walką ze skutkami pandemii, biorąc pod uwagę wielkość przeznaczonych środków, odegrały subwencje finansowe, będące w całości lub w części środkami bezzwrotnymi, przeznaczonymi na pokrycie kosztów w związku z utrzymaniem miejsc pracy i kontynuowaniem działalności. Nie mniejsze znaczenie w zachowaniu płynności oraz zdolności do kontynuowania działalności miał uruchomiony program pożyczek płynnościowych, gwarancji bankowych, czy też gwarancji *de minimis*. W przypadku przedsiębiorstw niefinansowych zaliczanych do sekcji G – handel

hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle okres pandemiczny również odcisnął swe piętno w sferze finansowej wyhamowując dynamikę wzrostu przychodów, wyniku finansowego czy rentowności, gdzie podobnie jak to miało miejsce w przypadku przedsiębiorstw niefinansowych ogółem, negatywne tendencje w 2021 roku zostały w dużym stopniu ograniczone. Problemy wywołane pandemią były zróżnicowane dla handlu hurtowego i detalicznego. W handlu hurtowym wystąpiły przede wszystkim zakłócenia w łańcuchach dostaw, które wpłynęły na dostępność towarów. W handlu detalicznym głównym problemem było zamknięcie sklepów stacjonarnych, co ograniczyło dostępność towarów dla klientów. Problem ten w mniejszym zakresie dotyczył sprzedaży detalicznej prowadzonej przez Internet. Niezależnie od powyższego należy podkreślić, że w okresie zwiększonej niepewności w związku z wybuchem pandemii Covid-19 klienci często ograniczali swoje wydatki do zakupu dóbr podstawowych. Jeżeli chodzi o płynność finansową dla sekcji G handel hurtowy i detaliczny to poziomy wskaźników ukształtowały się na wyższych poziomach niż w okresie przedpandemicznym. Przedsiębiorstwa niefinansowe prowadzące działalność handlową mogły szybkiej i sprawniej przenieść sprzedaż tradycyjną do sfery on-line, co doprowadziło do tego, że wskaźniki finansowe, w tym dotyczące płynności finansowej, w połączeniu z pomocą publiczną, która nie ominęła tego rodzaju przedsiębiorstw, mogły ulec poprawie.

W latach 2022–2023, to jest w okresie popandemicznym sytuacja finansowa przedsiębiorstw niefinansowych uległa znacznej poprawie. W latach 2022–2023 wzrosły wyraźnie przychody z działalności oraz koszty ich uzyskania, przy czym tempo wzrostu w 2022 roku było wyraźnie większe niż kolejnym roku. Wynik finansowy przedsiębiorstw niefinansowych wzrósł do ponad 293 mld zł na koniec 2022 roku. Jednocześnie w 2023 roku tempo wzrostu kosztów uzyskania przychodów było większe niż samych przychodów, co znalazło swoje odzwierciedlenie w spadku wyniku finansowego do 280 mld zł oraz niższej rentowności sprzedaży. Na dynamikę zmian przychodów ze sprzedaży oraz kosztów uzyskania przychodów miała zapewne inflacja, gdzie średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych ogółem w 2022 roku wyniósł 14,4%, zaś w 2023 roku 11,4%. Sytuacja w zakresie kształtowania się wskaźników płynności finansowej nie była niepokojąca, choć poziomy wskaźników uległy zmniejszeniu w porównaniu ze wskaźnikami z 2021 roku. W przypadku przedsiębiorstw niefinansowych z sekcji G w okresie popandemicznym przychody z działalności, towarzyszące im koszty, uzyskane wyniki finansowe oraz rentowność była wyraźnie większa w porównaniu z okresem szoku pandemicznego. Z kolei z poziomów wskaźników płynności finansowej w latach 2022–2023 wyłania się gorszy obraz płynności finansowej w porównaniu z okresem pandemicznym, który jednak nie oznaczał problemów z płynnością w grupie przedsiębiorstw niefinansowych reprezentujących sektor G gospodarki.

W tabeli 3 przedstawiono wybrane wskaźniki finansowe spółek z sektora odzież i obuwie notowanych w ramach indeksu giełdowego WIG-odzież, mające na celu wykazać, czy zaburzenia w gospodarce wywołane pandemią wpłynęły na płynność finansową spółek z w/w indeksu.

Tabela 3

Wybrane wskaźniki finansowe spółek z sektora odzież z indeksu giełdowego WIG-odzież w latach 2018–2023

Wyszczególnienie	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody z całokształtu działalności w mld zł	15,3	18,5	16,0	21,8	28,3	30,4
Koszty uzyskania przychodów z całokształtu działalności w bln zł	7,7	9,9	9,5	11,1	15,5	16,4
Wynik finansowy ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w mld zł	7,6	8,6	6,9	11,0	13,2	14,3
Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto w %	49,9	46,5	42,1	49,7	46,0	46,5
Wskaźnik płynności finansowej III stopnia w %	205,2	174,1	161,0	182,2	193,1	203,8
Wskaźnik płynności finansowej II stopnia w %	77,5	69,0	70,7	84,2	80,1	96,7
Wskaźnik płynności finansowej I stopnia w %	23,4	20,5	24,0	31,3	29,1	37,1
Cykl konwersji gotówki	98,9	91,8	99,2	88,1	99,2	97,9
Stopa zadłużenia	0,42	0,52	0,56	0,53	0,51	0,48
Wskaźnik zdolności do generowania środków pieniężnych z działalności operacyjnej	0,37	0,57	0,52	0,51	0,40	0,78
Wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży	0,06	0,10	0,13	0,10	0,03	0,15

Źródło: opracowanie własne na podstawie Notoria Serwis.

Z analizy wybranych wskaźników finansowych dla spółek wchodzących w zakres indeksu giełdowego WIG-odzież (tabela 3) wynikają podobne wnioski jak dla przedsiębiorstw niefinansowych zatrudniających 50 osób lub więcej czy też przedsiębiorstw reprezentujących sektor G gospodarki – handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle. Przychody z całokształtu działalności dla spółek z indeksu WIG-odzież w okresie przedpandemicznym rosły, na koniec 2019 roku wynosiły 19 mld złotych. W czasach pandemii można wskazać na dwa odmienne czasookresy, w pierwszym roku pandemii wyraźnie widać, iż wdrożone obostrzenia covidowe przełożyły się na mniejsze przychody spółek odzieżowych, w kolejnym 2021 roku przychody wzrosły o prawie 35% z porównaniu z przychodami z 2020 roku, a w porównaniu z okresem przed pandemią o 19%. Dodatnia dynamika wzrostu przychodów ze sprzedaży była kontynuowana w latach 2022–2023, przy czym w drugim roku popandemicznym przyrost przychodów był mniejszy. Koszty uzyskania przychodów z całokształtu działalności zmieniały się zgodnie z kierunkiem zmian w zakresie kształtowania się przychodów. W latach 2018–2019 koszty rosły w tempie 27%, następnie w pierwszym roku pandemii koszty zmniejszyły się, przy czym ich spadek był mniejszy niż przychodów.

Wprowadzone istotne ograniczenia w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej (zamknięte galerie handlowe) znalazły swe odzwierciedlenie w mniejszych uzyskiwanych przychodach spółek, ale nie w kosztach, gdyż spółki odzieżowe nadal musiały ponosić koszty najmu powierzchni sprzedażowej w galeriach handlowych pomimo ich zamknięcia czy koszty wynagrodzeń pracowników, pomimo braku możliwości realizowania sprzedaży bezpośredniej. W okresie popandemicznym koszty działalności wyraźnie wzrosły i obejmowały one różne aspekty funkcjonowania przedsiębiorstwa. Należy zaznaczyć, że na wzrost przychodów i kosztów działalności wpływ miała inflacja. Jednakże, jak wynika z danych GUS, zmiany cen towarów i usług konsumpcyjnych w kategorii odzież i obuwiu były znacznie mniejsze w porównaniu z ogólnym wskaźnikiem. W 2022 roku inflacja w tej kategorii wyniosła 3,3%, a w 2023 roku 7,6%.

Oceniając sytuację finansową spółek z WIG-odzież należy zwrócić uwagę, że ich działalność w całym okresie była rentowna. Rentowność kształtowała się w przedziale 42,1–49,90%, gdzie marża brutto uzyskiwana przez tego rodzaju przedsiębiorstwa była kilkakrotnie większa od rentowności przedsiębiorstw niefinansowych ogółem czy z sekcji G, co świadczy o ich dobrej sytuacji. Spółki giełdowe reprezentujące sektor odzież na GPW w Warszawie wyraźnie zwiększyły wynik finansowy uzyskiwany ze sprzedaży materiałów, towarów i produktów z 7,6 mld zł w 2018 roku do 14,3 mld zł w 2023 roku. Rosnący trend wyniku brutto na sprzedaży został zakłócony przede wszystkim w pierwszym roku pandemicznym, gdzie odnotowano jego najniższy poziom w całym badanym okresie. Zamknięcie sklepów stacjonarnych w okresie pandemii, ograniczenia w handlu oraz zmiany w zachowaniach konsumentów znacząco wpłynęły na spadek przychodów ze sprzedaży, co przy nieznacznym spadku kosztów w tym samym okresie, skutkowało niższym wynikiem i marżą zysku. Uzyskiwanie coraz wyższych przychodów ze sprzedaży jest ważne, ponieważ stanowią one główne źródło dopływu środków pieniężnych do przedsiębiorstwa, co pozwala na wywiązywanie się z zobowiązań finansowych. Niemniej ważne z punktu widzenia płynności finansowej jest zapewnienie rentowności działania, szczególnie w ujęciu długoterminowym, jako że osiąganie zysku przyczynia się do wzmocnienia płynności finansowej.

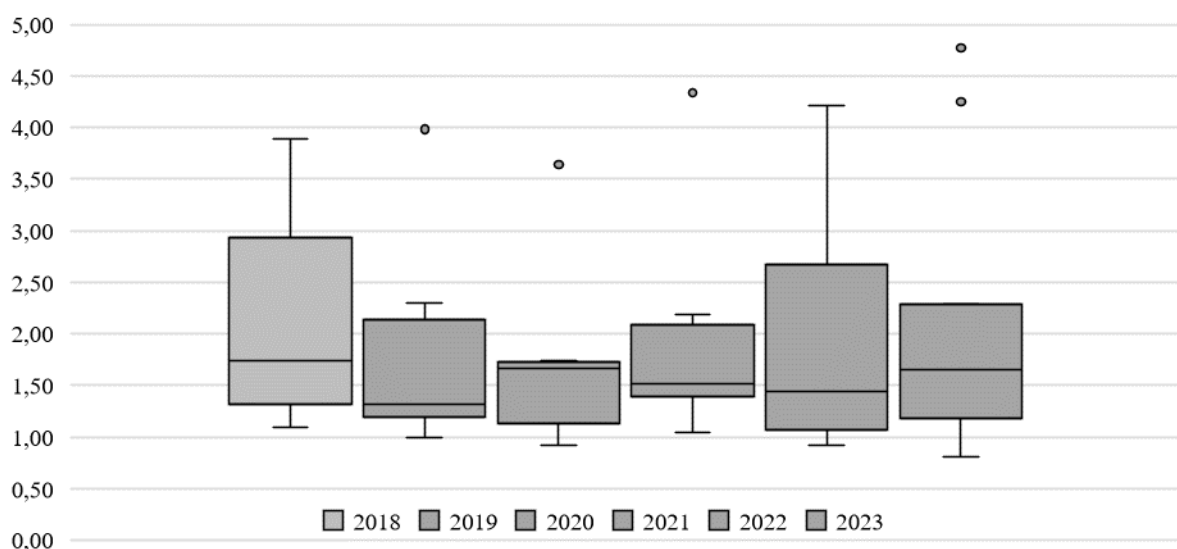
Jeżeli chodzi o płynność finansową spółek odzieżowych w okresie przedpandemicznym, to utrzymywały one poziom aktywów obrotowych, które przewyższały zobowiązania krótkoterminowe w przedziale 161,0–205,2%. Z poziomu wskaźnika płynności szybkiej wynika, że jego poziom oscylował w zakresie 69,0–96,7%, i był on wyraźnie niższy od teoretycznej normy dla tego wskaźnika. Poziom wskaźnika oznacza, że struktura aktywów obrotowych była zdominowana przez zapasy, co w przypadku spółek odzieżowych jest ich naturalnym aspektem ich działalności. Nie mniej jednak spółki odzieżowe w okresie pandemii Covid-19 stanęły w obliczu poważnych wyzwań związanych z zarządzaniem zapasami, ze względu na spadek popytu i zakłócenia w łańcuchach dostaw. W pierwszej fazie pandemii, w związku z ograniczeniami w handlu, szczególnie tradycyjnym, firmy odzieżowe doświadczyły problemu rosnących zapasów. Sytuacja ta wymagała znacznego zaangażowania kapitału obrotowego na ich finansowanie. W efekcie tego, spółki odzieżowe stanęły również przed

koniecznością redukcji cen sprzedaży celem upłynnienia towarów pochodzących ze starych kolekcji. Problem ten w późniejszym okresie został w pewnym stopniu zażegnany tym, iż paradoksalnie zakłócenia w łańcuchach dostaw (dostawach nowych kolekcji), pozwoliły niektórym firmom na zredukowanie nadmiernych zapasów. Z poziomu wskaźnika płynności gotówkowej wynika, iż przedsiębiorstwa odzieżowe dysponowały wysokim poziomem środków pieniężnych, które w analizowanym okresie pozwalały spłacić 20,5–37,1 zobowiązań krótkoterminowych. Ze zmian wskaźników płynności finansowej w okresie pandemicznym nie wynika, że pandemia Covid-19 miała negatywny wpływ na zdolność płatniczą spółek odzieżowych. W zasadzie można zauważyć, że większość wskaźników płynności finansowej w latach 2020–2021 ukształtowały się na wyższych poziomach w porównaniu z ich stanem na koniec 2019 roku, to jest przed pandemią. Pewnym wyjątkiem jest sytuacja w zakresie kształtowania się wskaźnika bieżącej płynności w 2020 roku, gdzie poziom wskaźnika spadł z 174,1% do 161,0%. Poprawa płynności finansowej spółek odzieżowych w latach 2020–2021 wynikała m.in. z przyznanych subwencji antykryzysowych, które były kierowane do przedsiębiorstw i subsydiowały m.in. pokrycie kosztów najmu, wynagrodzeń oraz ubezpieczeń społecznych, w okresie, w którym przedsiębiorstwa te musiały ograniczyć lub zawiesić swoją działalność. W kolejnych latach popandemicznych wskaźniki płynności statycznej wykazywały tendencję rosnącą.

Na rysunku 1 uzupełniono informacje na temat płynności finansowej prezentując na wykresie pudełkowym wartości mediany, kwartył 1 i 3, wartości minimalne i maksymalne oraz odstające dla wskaźnika płynności finansowej w latach 2018–2023.

Rysunek 1

Miary położenia dla wskaźnika bieżącej płynności spółek odzież i obuwniczych notowanych w ramach indeksu WIG- odzież w latach 2018–2023



Źródło: opracowanie własne.

Z informacji zamieszczonych na rysunku 1 nie wynika, że pandemia Covid-19 miała wyraźny negatywny wpływ na sytuację finansową przedsiębiorstw, w tym płynność finansową. Mediana analizowanego wskaźnika w latach 2018–2023 kształtowała się na zbliżonym poziomie, oscylując wokół poziomu 1,5–1,6, który uznawany za pożądany z punktu widzenia oceny zdolności jednostki do regulowania swoich zobowiązań krótkoterminowych. Należy zauważyć, że wzrost przedziału międzykwartylowego ($Q3-Q1$) obserwowany jeszcze w trakcie pandemii, można interpretować jako poprawę płynności finansowej wśród badanych przedsiębiorstw zarówno w okresie pandemicznym, jak i po jego zakończeniu. Ponadto część badanych przedsiębiorstw dotknęło zjawisko nadpłynności (m.in. punkty odstające na wykresie).

Z analizy cyklu konwersji gotówki wynika, że w okresie przedpandemicznym liczba dni, jaka upływała od momentu wypływu środków pieniężnych w związku z regulowaniem zobowiązań do momentu wpływu środków z tytułu spłaty należności, kształtowała się w zakresie 91,8–98,9 dni, czas ten wydłużył się do 99,2 dni w pierwszym roku pandemii, by następnie spaść do 88,1 dni w drugim roku. Na wzrost cyklu konwersji gotówki w pierwszym roku pandemii największy wpływ miała wyraźnie zmniejszona obrotowość zapasów, którą należy bezpośrednio wiązać z wprowadzonymi ograniczeniami gospodarczymi, spadkiem uzyskiwanych przychodów. Z kolei na spadek w drugim okresie zaburzenia w łańcuchach dostaw oraz zmniejszenie restrykcji pandemicznych przyczyniły się do poprawy obrotowości zapasów, a tym samym do poprawy wskaźnika cyklu konwersji gotówki. W okresie po pandemii, poziom cyklu konwersji gotówki uległ wydłużeniu do 97,9–99,2 dni.

Analiza wskaźnika poziomu zadłużenia wskazuje, że zadłużenie spółek odzieżowych przed wybuchem pandemii wynosiło 52%, a poziom udziału zobowiązań w finansowaniu aktywów wzrósł w pierwszym roku pandemii do 56%. Wzrost udziału kapitału obcego w finansowaniu aktywów w pierwszym roku pandemii wynikał głównie z konieczności zadbania o płynność finansową. Lockdowny oraz ograniczenia w handlu i usługach, które zmniejszyły dopływ środków pieniężnych do spółek odzieżowych, wymusiły konieczność skorzystania z programów pomocowych, m.in. w postaci zaciąganych kredytów obrotowych, dotacji, pożyczek preferencyjnych lub gwarancji kredytowych. Jednocześnie spełnienie warunków pozwalających część otrzymanej pomocy potraktować jako środki bezzwrotne pozwoliło firmom na zmniejszenie zadłużenia w kolejnych okresach pandemii. W kolejnych latach popandemicznych miało miejsce dalsze zmniejszenie zadłużenia w spółkach odzieżowych dzięki poprawie koniunktury gospodarczej, zwiększeniu popytu konsumenckiego na odzież oraz optymalizacji kosztów.

Z analizy wskaźnika zdolności do generowania środków pieniężnych z działalności operacyjnej wynika, że spółki z grupy odzież i obuwanie notowane w ramach indeksu WIG-odzież wykazywały na koniec 2023 roku dużą zdolność w zakresie generowania środków pieniężnych pochodzących z działalności podstawowej. W okresie pandemii wskaźnik ten uległ nieznacznemu zmniejszeniu z przyczyn oczywistych, a mianowicie zamrożenia środków w zapasach, mniejszych wpływów uzyskiwanych z przychodów ze sprzedaży, tym samym niedobór środków najczęściej był uzupełniany

poprzez np. zaciągane kredytów bankowych lub uzyskane dotacje w ramach tarcz kryzysowych lub finansowych. Udział przepływów z działalności operacyjnej w relacji do wpływów z pozostałych działalności (inwestycyjnej oraz finansowej) w latach 2020–2021 kształtował się na poziomie 51–52%. Z analizy wskaźnika w okresie po pandemii wynika, że w pierwszym roku udział działalności operacyjnej w całkowitych przepływach pieniężnych spadł do 40%, aby następnie wraz z jeszcze większym ożywieniem gospodarczym wzrosnąć do 78%. Ze zmian wskaźnika wydajności gotówkowej sprzedaży wyłania się podobny obraz charakteryzujący płynność dynamiczną spółek odzieżowych, w okresie przedpandemicznym na jedną jednostkę przychodów ze sprzedaży przypadało 0,06–0,10 środków pieniężnych pochodzących z działalności operacyjnej, w okresie pandemii 0,10–0,13, zaś w latach popandemicznych 0,03–0,15 środków pieniężnych z działalności podstawowej.

Na podstawie dokonanych obserwacji w zmianach wskaźników finansowych należy stwierdzić, że pandemia Covid-19 nie miała negatywnego wpływu na płynność finansową spółek odzieżowych notowanych na GPW w Warszawie.

Podsumowanie

Pandemia Covid-19 wywołała głębokie zaburzenia w gospodarce, które miały znaczący wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstw. Pandemia doprowadziła do wstrząsów w gospodarce zarówno o charakterze popytowym, jak i podażowym. Szok, jakiego doznała gospodarka, miał asymetryczny charakter, a jego skutki były różne w poszczególnych sektorach. Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że pandemia Covid-19 doprowadziła do zaburzeń w gospodarce spowodowane przez czynniki egzogeniczne, to jest przez czynniki zewnętrzne względem polityki gospodarczej, które silnie wpłynęły na system finansowy i jego stabilność.

Ukształtowana przez pandemię trudna rzeczywistość makroekonomiczna była dużym wyzwaniem dla funkcjonujących podmiotów gospodarczych. Pandemia Covid-19 ukazała, jak ważną rolę pełni kwestia zachowania płynności finansowej dla przetrwania przedsiębiorstw w obliczu niespodziewanych szoków ekonomicznych. Okazuje się, że kryzysy gospodarcze stwarzają dla przedsiębiorstw nie tylko zagrożenia dotyczące między innymi ryzyka utraty płynności finansowej, ale i szanse, które odpowiednio wykorzystane mogą wzmocnić pozycję konkurencyjną jednostki oraz standing finansowy, w tym płynność finansową. Nie ulega wątpliwości, że wielkość posiadanych rezerw finansowych i strategia zarządzania płynnością oraz wsparcie programów antykryzysowych miały istotny wpływ na zdolność przedsiębiorstw w zakresie utrzymania płynności finansowej. Tym samym problematyka zarządzania płynnością powinna być nieodzownym elementem strategii każdej jednostki organizacyjnej. Z uzyskanych rezultatów badań nie wynika, by pandemia Covid-19 miała wyraźny negatywny wpływ na sytuację finansową przedsiębiorstw, w tym płynność finansową. Biorąc pod uwagę, że badaniem objęto przedsiębiorstwa średnie i duże, można przypuszczać, że miały one łatwiejszy dostęp do finansowania, co potwierdzają wyniki innych badań wskazujące na mniej

restrykcyjne podejście sektora bankowego wobec większych podmiotów. Oczywiście jest, że średnie i duże przedsiębiorstwa, ze względu na skalę działalności, są bardziej odporne na szoki gospodarcze, jednak pandemia wykazała, że i one nie są całkowicie odporne na jej negatywne skutki. Podjęta problematyka jest bardzo obszerna i nie wyczerpuje wszystkich aspektów omawianego zagadnienia, lecz otwiera pole do przyszłych pogłębionych analiz.

Bibliografia

- Abbas, A. A., Hadi, A. A., & Muhammad, A. A. (2021). Measuring the Extent of Liquidity's Impact on the Financial Structure. *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, 8(6), 365–389. <https://doi.org/10.18415/ijmmu.v8i6.2827>
- Abdelaziz, H., Rim, B., & Helmi, H. (2020). The Interactional Relationships Between Credit Risk, Liquidity Risk and Bank Profitability in MENA Region. *Global Business Review*, 23(3), 1–11. <https://doi.org/10.1177/0972150919879304>
- Adamczyk, M. (2012). Współczesny kryzys finansowy – przyczyny i konsekwencje dla gospodarki światowej. *Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego*, 31(1), 13–29.
- Alotaibi, E., & Khan, A. (2022). Impact of Covid-19 on the Hospitality Industry and Responding to Future Pandemic through Technological Innovation. *Procedia Computer Science*, 204, 844–853. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2022.08.102>
- Amnim, O. E. L., Aipma, O. P. C., & Obiora, C. F. (2021). Impact of Covid-19 Pandemic on Liquidity and Profitability of Firms in Nigeria. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 11(3), 1331–1344. <https://doi.org/10.6007/IJARBS/v11-i3/9229>
- Bednarski, L., & Waśniewski, T. (red.). (1996). *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Bukowski, S. (2011). Globalna recesja i kryzys finansowy czy kryzys ekonomii? *Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica*, 248, 23–37. <http://hdl.handle.net/11089/576>
- Burzała, M. M. (2013). Efekty zarażania wybranych giełd światowych w czasie kryzysu finansowego 2007–2009 – analiza ukrytych czynników. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 63, 51–64.
- Cicirko, T. (red.). (2010). *Podstawy zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa*. Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
- Chmielewski, M., & Pioch, J. (2020). Wpływ kryzysu pandemii COVID-19 na sytuację finansową przedsiębiorstw w Polsce na przykładzie LPP S.A. *Przestrzeń, Ekonomia, Społeczeństwo*, 18(II), 101–116.
- Clampit, J., Hasija, D., Dugan, M., & Gamble, J. (2021). The Effect of Risk, R&D Intensity, Liquidity, and Inventory on Firm Performance during COVID-19: Evidence from US

- Manufacturing Industry. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(10), 1–16.
<https://doi.org/10.3390/jrfm14100499>
- Conte, A., Lecca, P., Salotti, S., & Sakkas, S. (2020). The territorial economic impact of COVID-19 in the EU. A RHOMOLO analysis. *Territorial Development Insights Series, JRC121261*, European Commission.
- Czajkowska, A., Bolek, M., & Pluskota, A. (2024). How the COVID-19 shock influenced companies listed on the WSE and how they managed their liquidity. *Financial Internet Quarterly*, 20(1), 39–50. <https://doi.org/10.2478/fiqf-2024-0004>
- Czech, K., Karpio, A., Wielechowski, M., Woźniakowski, T., & Żebrowska-Suchodolska, D. (2020). *Polska gospodarka w początkowym okresie pandemii COVID-19*. Wydawnictwo SGGW.
- Demmou, L., Franco, G., Calligaris, S., & Dlugosch, D. (2022). Liquidity Shortfalls during the COVID 19 Outbreak: Assessment and Policy Responses. *Economie et Statistique / Economics and Statistics*, 532–533, 47–61. <https://doi.org/10.24187/ecostat.2022.532.2070>
- Drop, J. (2001). Rodzaje szoków gospodarczych a unia walutowa. *Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie*, 589, 21–35.
- Gałęcka, A., & Nestoruk, M. (2024). Pandemia Covid-19 a kondycja finansowa przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce. *Rozprawy Społeczne/Social Dissertations*, 18(1), 54–73.
<https://doi.org/10.29316/rs/178440>
- Geise, A. (2018). *Asymetria reakcji gospodarek na cenowe szoki naftowe na przykładzie państw UE*. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika.
- Głowa, K. (2023). Wpływ COVID-19 na kondycję finansową i wycenę giełdową spółek WIG.GAMES5. *Studia i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego*, 2(39), 4–26. <https://doi.org/10.7172/1733-9758.2023.39.1>
- Gos, W. (2004). *Rachunek przepływów pieniężnych w świetle krajowego standardu rachunkowości*. Wydawnictwo Difin.
- Gourinchas, P. O., Kalemli-Ozcan, S., Penciakova, V., & Sander, N. (2020). COVID-19 and SME failures. *Working Paper, 2020-21a*, Federal Reserve Bank of Atlanta.
<https://doi.org/10.29338/wp2020-21>
- Guerini, M., Nesta, L., Ragot, X., & Schiavo, S. (2021). Firm liquidity and solvency under the COVID-19 lockdown in France. *Sciences Po, OFCE*, 76, 1–20.
- Hoeven, R., & Roosjen, Y. (2021). Effects of the COVID-19 pandemic on disclosures in passenger airlines' financial statements. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 95(11/12), 397–411. <https://doi.org/10.5117/mab.95.75536>
- Hoshi, T., Kawaguchi, D., & Ueda, K. (2023). Zombies, again? The COVID-19 business support programs in Japan. *Journal of Banking and Finance*, 147, 1–17.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106421>

- Hübner, W. (2020). Świat, Chiny i globalizacja: bieżące tendencje i szok epidemii. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 54(1), 5–19. <https://doi.org/10.33119/KNoP.2020.54.1.1>
- Hyży, M. L. (2023). Wpływ pandemii COVID-19 na wyniki finansowe wybranych przedsiębiorstw branży deweloperskiej i motoryzacyjnej. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 47(1), 39–54. <https://doi.org/10.5604/01.3001.0016.2906>
- Jaroch, K. (2023). Wpływ pandemii COVID-19 na rentowność przedsiębiorstwa LPP S.A. W: *Humanistyka i nauki społeczne. Doświadczenia. Konteksty. Wyzwania*, tom 17. Exante Wydawnictwo Naukowe.
- Jędrzejowska, K., & Wróbel, A. (2021). Wielki lockdown i deglobalizacja: wpływ pandemii COVID-19 na gospodarkę światową. W *Rocznik strategiczny 2020/21. Przegląd sytuacji politycznej, gospodarczej i wojskowej w środowisku międzynarodowym Polski* (s. XX-XX). Wydawnictwo Naukowe Scholar.
- Karim, M. R., Shetu, S. A., & Razia, S. (2021). COVID-19, liquidity and financial health: Empirical evidence from South Asian economy. *Asian Journal of Economics and Banking*, 5(3), 307–323. <https://doi.org/10.1108/AJEB-03-2021-0033>
- Kłoczko, A., & Kołoszko-Chomentowska, Z. (2022). Analiza finansowa w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstwa Mercator Medical S.A. – implikacje kryzysu Covid-19. *Akademia Zarządzania*, 6, 28–41. <https://doi.org/10.24427/az-2022-0054>
- Konecka, S., & Łupicka, A. (2022). *Logistyka gospodarki światowej*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu. <https://doi.org/10.18559/978-83-8211-106-4>
- Kraska, E. M. (2022). Wpływ pandemii COVID-19 na kondycję finansową przedsiębiorstw w Polsce. *Przegląd Prawno-Ekonomiczny*, 2, 79–95. <https://doi.org/10.31743/ppe.13241>
- Kraska, E. M., & Kot, J. (2024). Wpływ pandemii koronawirusa na sytuację finansową branży budowlanej. *Przegląd Prawno-Ekonomiczny*, 2, 75–98. <https://doi.org/10.31743/ppe.16606>
- Kruczek, P. (2023). Płynność finansowa spółek odzieżowych w okresie pandemii COVID-19. *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego w Zielonej Górze*, 19, 89–107. <https://doi.gov/10.26366/PTE.ZG.2023.247>
- Kuciński, A. (2022). Ocena płynności finansowej w przedsiębiorstwie: uwagi terminologiczne i metodologiczne. *Przedsiębiorczość Edukacja*, 18(2), 180–191. <https://doi.org/10.24917/20833296.182.11>
- Kuciński, A. (2024). Płynność finansowa przedsiębiorstwa jako wyznacznik jego kondycji finansowej. W M. Sołtysiak (red.), *Kondycja finansowa podmiotów gospodarczych w efekcie nieprzewidywalnych zawirowań na rynku*. Oficyna Wydawnicza Politechniki Rzeszowskiej.
- Kuciński, A. (2017). Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwie na przykładzie wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie. *Studia i Prace Wydziału Ekonomicznego*, 14, 75–87.

- Kuciński, A. (2021). Utrzymanie płynności finansowej w przedsiębiorstwie jako warunek kontynuacji jego działalności na przykładzie Zakładów Mięsnych Henryk Kania S.A. *Finanse i Prawo Finansowe*, 1(29), 79–94. <https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.29.05>
- Kusumawati, E., & Setiawan, A. (2019). The effect of managerial ownership, institutional ownership, company growth, liquidity, and profitability on company value. *Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 4(2), 136–146. <https://journals.ums.ac.id/index.php/reaksi/article/view/8574/4814>
- Kusak, A. (2006). *Płynność finansowa: analiza i sterowanie*. Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
- Martami, I., & Panji, I. (2020). Profitability and Liquidity on Firm Value and Capital Structure as Intervening Variable. *International Research Journal of Management, IT & Social Sciences*, 7(1), 116-127. <https://doi.org/10.21744/irjmis.v7n1.828>
- Michalski, G. (2010). *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. CeDeWu.
- Mohanty, B., & Mehrota, S. (2018). Relationship between Liquidity and Profitability: An Exploratory Study of SMEs in India. *Emerging Economy Studies*, 4(2), 1-13. <https://doi.org/10.1177/2394901518795>
- Nazarczuk, J. M., Cicha-Nazarczuk, M., & Szczepańska, K. (2022). *Wrażliwość polskiej gospodarki na zmiany wywołane pandemią COVID-19*. Instytut Badań Gospodarczych. <https://doi.org/10.24136/eep.mon.2022.10>
- Nehrebecki, M. (2023). Zombification in Poland in particular during COVID-19 pandemic and low interest rates. *Bank i Kredyt*, 54(2), 153–190. <https://doi.org/10.5604/01.3001.0054.5702>
- Nowak, E. (2017). *Analiza sprawozdań finansowych*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3–46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Piątek, E., & Moczydłowski, K. (2017). Wypłacalność a płynność finansowa – zależności. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5(89/1), 119–130. <https://doi.org/10.18276/frfu.2017.89/1-09>
- Piłat, A. (2018). (A)symetryczne szoki popytowe i podażowe w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. *Wiadomości Statystyczne*, 2(681), 7–20.
- Piosik, M. (2022). Fashion companies in Poland – The influence of COVID-19 on liquidity assessment. *Central European Economic Journal*, 9(56), 323–341. <https://doi.org/10.1515/ceej-2018-0003>
- Plichta, J., Sagan, A., & Plichta, G. (2022). *Szoki egzogeniczne a kształtowanie relacji na rynku B2C z perspektywy struktury wartości konsumentów*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.
- Shaharuddin, S. N. H., Mahmud, R., Mohd Azhari, N. K., & Perwitasari, W. (2021). Company performance during COVID-19: Impact of leverage, liquidity and cash flows. *Environment-Behaviour Proceedings Journal*, 6(17), 11–16. <https://doi.org/10.21834/ebpj.v6i17.2878>

- Sienkiewicz, I. (2021). Wpływ pandemii COVID-19 na gospodarki wybranych krajów Unii Europejskiej. *The Review of European Affairs*, 5(1), 43–59.
<https://doi.org/10.51149/ROEA.1.2021.4>
- Sierpińska, M., & Jachna, T. (2004). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Spoz, A., Skibińska-Fabrowska, I., Kotliński, G., & Żukowska, H. (2011). The impact of the COVID-19 pandemic on the financial performance of public companies in Poland. *European Research Studies Journal*, 24(4), 955–976. <https://doi.org/10.35808/ersj/2645>
- Śliwa, M., & Kłosowska, A. (2022). Zmiana poziomu kredytowania przedsiębiorstw w Polsce w okresie pandemii COVID-19. *Zeszyty Naukowe SGGW, Polityki Europejskie, Finanse i Marketing*, 27(76), 99–110. <https://doi.org/10.22630/PEFIM.2022.27.76.9>
- Taleb, N. N. (2007). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House.
- Wague, M. (2009). Międzynarodowe kryzysy gospodarcze i ich konsekwencje. *Zeszyty Naukowe SGGW - Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 78, 81–94.
<https://doi.org/10.22630/EIOGZ.2009.78.84>
- Wasilewski, M., & Zabolotnyy, S. (2016). Relacje rentowności i płynności finansowej w przedsiębiorstwach rolniczych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4(82/1), 277–286.
<https://doi.org/10.18276/frfu.2016.4.82/1-23>
- Wędzki, D. (2003). *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa – przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*. Oficyna Ekonomiczna.
- Zuba, M. (2010). Zależność między rentownością a płynnością finansową spółdzielni mleczarskich w Polsce. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia*, 44(1), 263–273.

WPŁYW ZABURZEŃ W GOSPODARCE WYWOŁANYCH PANDEMIA COVID-19 NA PŁYNNOŚĆ FINANSOWĄ PRZEDSIĘBIORSTW

STRESZCZENIE

Cel artykułu. Za cel w artykule przyjęto dokonanie analizy wpływu gwałtownych zmian w otoczeniu gospodarczym wywołanych pandemią Covid-19 na poziom płynności finansowej. Analiza ta zostanie przeprowadzona w ujęciu szerokim, tj. dla przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce oraz w ujęciu węższym, tj. dla przedsiębiorstw niefinansowych z sekcji handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle, jak i dla spółek reprezentujących sektor odzież i obuwie na GPW w Warszawie (WIG-odzież). W artykule poddano weryfikacji hipotezę badawczą mówiącą o tym, czy przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce, a także przedsiębiorstwa niefinansowe z sekcji handel hurtowy i detaliczny oraz spółki z sektora odzież i obuwie notowanych na GPW w Warszawie (WIG-odzież) doświadczyły pogorszenia płynności finansowej.

Metoda badawcza. Analizę i ocenę wpływu zaburzeń w gospodarce wywołane pandemią Covid-19 na płynność finansową przedsiębiorstw przeprowadzono na podstawie wybranych statystyk – wskaźników finansowych dla przedsiębiorstw niefinansowych prowadzących księgi rachunkowe, w których liczba pracujących wynosiła 50 osób i więcej w ujęciu ogólnym oraz dla sekcji handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle oraz spółek z indeksu WIG-odzież notowanych na GPW w Warszawie. W opracowaniu wykorzystano jako metody badawcze: przegląd literatury przedmiotu, analizę wybranych danych statystycznych

GUS, analizę wybranych wskaźników finansowych wykorzystywanych przy ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz wnioskowanie dedukcyjne przy formułowaniu wniosków z uzyskanych rezultatów badań. Analizę przeprowadzono za lata 2018–2023 wykorzystując dane finansowe pochodzące z bazy danych Notoria Serwis oraz dane statystyczne GUS – Bank Danych Lokalnych.

Wyniki badań. Z uzyskanych rezultatów badań wynika, że pandemia Covid-19 nie wywołała negatywnych skutków w płynności finansowej w badanej grupie przedsiębiorstw niefinansowych zatrudniających 50 osób i więcej, ani w przedsiębiorstwach zaliczanych do sekcji G w gospodarce oraz w grupie spółek z indeksu WIG-odzież notowanych na GPW w Warszawie.

Słowa kluczowe: pandemia Covid-19, płynność finansowa, szok gospodarczy.

JEL Class: E60, G30, H12, I15.

Zakończenie recenzji/ End of review: 20.02.2025

Przyjęto/Accepted: 20.03.2025

Opublikowano/Published: 31.03.2025



Funding information: Not applicable. **Conflicts of interests:** None. **Ethical considerations:** The Author assures of no violations of publication ethics and takes full responsibility for the content of the publication.

QUANTITATIVE ANALYSIS OF CORPORATE INCOME TAXATION OPTION FOR PARTNERSHIPS IN GERMANY

Matthias Buschhaus*

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.45.06>

QUANTITATIVE ANALYSIS OF CORPORATE INCOME TAXATION OPTION FOR PARTNERSHIPS IN GERMANY

ABSTRACT

The purpose of the article. The aim of this article is to quantitatively analyse the taxation of partnerships in Germany. In doing so, this paper examines the quantitative effects of the new taxation system (so-called ‘option model’) for partnerships in Germany and answers the question of which factors influence the tax burden the most and whether the option model would have been more favourable for large partnerships in Germany in the past.

Methodology. The methodology in this paper was a quantitative research within the framework of Pearson correlations of selected microdata, which was provided by the ‘Stiftung Familienunternehmen’ (Foundation for Family Businesses) and includes the partnerships with the highest number of employees in Germany in the years 2010–2018.

Results of the research. The results of this paper are, in particular, the amount of withdrawals from the partnership under the option model introduced on 1 January 2022 can be decisive for the tax expense. Furthermore, it was found that the option model would not have led to a lower tax expense for the largest partnerships in Germany in the past.

Keywords: quantitative analysis, correlation, taxes, option model, partnerships, load comparison.

JEL Class: H20, H21, H25.

* <https://orcid.org/0009-0008-7738-7000> Corresponding Author. E-mail: mbuschhaus@web.de

Quantitative Analysis of Corporate Income Taxation Option for Partnerships in Germany

For many years, German tax law has been defined by a dualistic framework, distinguishing between the so-called separation principle for corporations and the transparency principle for partnerships. This dichotomy has been extensively analysed in academic literature, with Jacobs et al. (2015) specifically examining the tax treatment of natural and legal persons.

Under the separation principle, a clear distinction is maintained between the corporate entity and its shareholders. Consequently, a corporation's taxable income is initially subject to taxation independently of its shareholders. The corporate income is taxed at a rate of 15%, supplemented by a 5.5% solidarity surcharge, as well as municipal trade tax, which varies by location but is generally estimated at approximately 15%. Furthermore, any profit distributions made to shareholders are subject to additional taxation upon receipt. At the shareholder level, dividends are typically subject to a flat tax rate of 25%, plus the solidarity surcharge of 5.5%. However, under certain conditions, alternative taxation rates may apply. In general, this results in a two-tier taxation system, where profits are taxed both at the corporate and shareholder level.

A key aspect of the separation principle is the tax recognition of the corporation and its shareholders as distinct taxable entities. This entails the acceptance of business relationships between the two for tax purposes, while also enforcing a general prohibition against offsetting profits and losses between the corporation and its shareholders. However, corporations have the option to retain earnings, thereby deferring distribution and the associated shareholder-level tax liability. In summary, corporate profits are taxed in two stages: at the corporate level, an effective tax burden of approximately 30% applies, while at the shareholder level, distributed profits are taxed at 25% plus the solidarity surcharge. In cases where the top personal income tax rate of 45% applies, the resulting effective tax burden on distributed profits can reach approximately 27% plus the solidarity surcharge. Consequently, the total tax burden on corporate earnings amounts to roughly 48% (Lüdicke & Sistermann, 2018).

In contrast, the transparency principle governs the taxation of partnerships. Under this approach, the partnership's annual business results and equity are directly attributed to its partners in a "transparent" manner. Except for trade tax, the partners are treated as the direct taxpayers, meaning that the partnership's taxable income is allocated to the partners and subject to personal income tax at their applicable tax rate. The taxation process unfolds in two stages: first, the partnership's taxable income is determined separately and uniformly, and subsequently, each partner's proportional share is assigned. In the second step, the allocated income is offset against the partner's other income, special expenses, extraordinary charges, and applicable allowances. Notably, taxation at the partner level is independent of whether profits are actually withdrawn or retained within the partnership.

Additionally, any special remuneration paid by the partnership to a partner such as compensation for services rendered, loans provided, or assets contributed is included in the partnership's separately determined results. Such remuneration is subject to taxation at the partner's individual tax

rate, potentially reaching the top marginal rate of 45%, regardless of the actual receipt of funds. In summary, partnership income is subject to a maximum income tax rate of 45%, plus a 5.5% solidarity surcharge, aligning its effective tax burden with that of corporations. However, if the local trade tax multiplier exceeds 380% (or 400% for the 2020 assessment period), additional trade tax obligations may arise due to the limited ability to offset trade tax against personal income tax (Jacobs et al., 2015).

To mitigate potential disparities arising from this dualistic system, the German legislature introduced a provision designed to harmonize the taxation of different legal forms while facilitating practical implementation for both taxpayers and their advisors. This legislative measure grants partnerships the option to forgo the transparency principle and instead opt for taxation under the separation principle. This reform benefits not only large partnerships or those with highly taxed partners but also mid-sized partnerships seeking a more favourable tax treatment. As a solution, the German legislator introduced the corporate taxation option under § 1a Corporate Income tax Act (“KStG”), enacted through the Corporate Tax Modernization Act of March 19, 2021 (Kußmaul & Gottfreund, 2021: 161).

In this context, and to ensure neutrality of legal form, the previously discussed option for corporate taxation for partnerships pursuant to Section 1a KStG was introduced into the law. Under this option, partnerships can apply to be treated as corporations in future. This change of taxation regime is carried out as part of a notional change of legal form (Böhmer & Schewe, 2022).

The opting partnership will be treated as a corporation and its partners as non-personally liable partners of a corporation. At the same time, this "treatment" on the factual level applies only for the purposes of taxation according to income. As a result of the fictitious treatment as a corporation, the company, which under civil law continues to exist as a partnership, becomes an independent taxable entity which is subject to corporate income tax (Kanzler, 2021). Due to German tax law, the date of contribution is the end of the fiscal year preceding the fiscal year in which the option first applies. Insofar as the financial year is the same as the calendar year, the contribution date for the first effective option in 2022 would be the end of December 31, 2021. Accordingly, the taxation regime and thus the above-mentioned consequences at the level of the opting company or the partners are linked to this point in time (Brühl & Weiss, 2021).

If the management or the registered office of the opting company is located in Germany, it is subject to unlimited corporate income tax liability. This means that, irrespective of the actual nature of its income, this is always qualified as commercial income, so that potential gains are forever subject to tax and the income of the opting company is subject to trade tax. Furthermore, specific regulations such as the off-balance sheet adjustment of income from participations in other corporations and associations of persons should be mentioned here. For example, dividends and gains from the disposal of investments could be now only subject to corporate income tax at a rate of 5% (Wacker et al., 2021: 7 et. seq).

Since the participation in the opting company after the option is equivalent to a participation in a corporation, the profits of the company are no longer directly attributed to the shareholders due to the

applicable separation principle (Fuhrmann, 2021) Rather, the income caused by the corporate relationship is income from capital assets and therefore profit distributions. For this reason, those profit distributions are subject to capital gains tax, which must be withheld and paid by the opting company for the account of the shareholders. If the income is held as private assets, the tax liability is generally settled with the withholding of capital gains tax (Micker & Pohl, 2024, Margin no. 496 et. seq).

This article aims to conduct quantitative research into the extent to which the above option model has a positive effect on the tax burden of the partnership in Germany. This gives rise to the following research question:

Which factors influence the tax expense of the above option model and would this option model have been more favourable for the largest partnerships in Germany in the past?

In answer to this research question, the author of this paper puts forward the following hypotheses:

The decisive factor with regard to tax expense will be the profit earned and the amount of withdrawals. This is because, under the aforementioned separation principle, withdrawals and profit distributions are additionally taxed at approx. 25% plus the solidarity surcharge.

Regarding the question of whether the option model would have been more favourable for the largest partnerships in Germany in the past, the author hypothesises that this is the case because these are likely to make lower withdrawals.

To test these hypotheses, the data basis is explained in Chapter 2 of this article. In this respect, the microdata from a study by the ‘Stiftung Familienunternehmen’ (one of the largest foundations in Germany) was used, which contains the most labour-intensive partnerships in Germany from 2010 to 2018. The research methods are explained in Chapter 3. In particular, multiple correlations were used to examine the effects of the individual factors on the tax burden of the partnerships. Furthermore, a tax comparison was calculated to check whether the option model would have been more favourable for the partnerships in the past. In Chapter 4, the respective evaluation and interpretation of the research methods is analysed and the results of the quantitative research are developed so that the hypotheses can be confirmed or refuted. Finally, Chapter 5 provides a summary including a reference to the answer to the research question.

Data

The data examined in this research refers to a survey conducted by the Foundation for Family Businesses in cooperation with the Ifo institute in 2020. The title of the study is: "The contribution of family businesses to tax revenue in Germany – development of taxes on income and earnings". The study was published by the Foundation for Family Businesses and conducted by the Ifo institute under

the project management of Prof. Dr. Thiess Büttner and Ms. Luisa Dörr. It emphasizes the following key points regarding the data basis (Stiftung Familienunternehmen, 2020).

The Foundation for Family Businesses is a non-profit foundation in Germany based in Stuttgart. The purpose of the foundation is the promotion, information, education and training as well as the scientific exchange of experience in the field of family entrepreneurship in Europe. The foundation is one of the most important sponsors of scientific research on the subject of family businesses and is supported by over 600 companies from the circle of the largest family businesses in Europe (Stiftung Familienunternehmen, 2024). In the course of this, the author of the PhD study was accepted into the doctoral and postdoctoral program, so that, in addition to receiving comprehensive microdata, he will also be able to exchange ideas with employees of the Foundation and also receive support in increasing the reach of the research results by publishing a summary of them on the Foundation's website. Specifically, the author was given written confirmation of funding on September 28, 2023.

As part of this analysis, the 500 largest family-owned businesses in Germany, ranked by employee count ("TOP 500"), were examined by the Ifo institute concerning their tax contributions during the period from 2010 to 2018. For the purpose of this study, family businesses are defined as companies in which a controllable number of individuals or one or more families hold the majority of voting capital (family-controlled enterprises). If at least one of the owners is actively involved in managing the company, the business is classified as an owner-managed family enterprise. The classification of a company as a family business is based on capital ownership, meaning that firms in which at least 50% of voting capital is controlled by a maximum of three individuals or families qualify as such. Additionally, eligible companies must be headquartered in Germany and generate a minimum annual revenue of 50 million euros.

This study specifically focuses on corporate tax payments that are directly linked to a company's earnings. These tax obligations vary depending on the company's legal structure and profit allocation. For corporations, corporate tax payments include trade tax, corporate income tax plus a solidarity surcharge, and capital gains tax. For partnerships, corporate taxes comprise trade tax, capital gains tax, and income tax plus a solidarity surcharge, which are assessed at the shareholder level. Since official statistics from the Federal Statistical Office do not consolidate total corporate income tax payments, this study supplements available data with well-founded estimates derived primarily from annual financial statement data. The analysis relies on financial statement data from the 500 largest family-owned businesses in Germany to determine tax payments.

To compile data on revenue, profit figures, and tax burdens, three primary data sources were utilized by the Ifo institute. The primary source was the Bisnode company database, previously known as Hoppenstedt in Germany until 2013. In addition, data from the 'Orbis database' of the Bureau van Dijk and the Gottschalk et al. database were analysed by the Ifo institute in the previous analysis.

The study primarily focuses on three key financial metrics: revenue, profit, and tax burden. Annual and consolidated financial statements serve as the foundation for this analysis, ensuring that

values are extracted in accordance with commercial law principles. A particularly relevant factor for the quantitative analysis conducted in this paper is the rate of profit retention. Moreover, with reference to a previous study conducted by the Foundation for Family Businesses, this factor plays a critical role in determining tax payments for partnerships at the shareholder level, as these figures are not explicitly detailed in corporate financial statements. To assess retention rates, partnerships within the TOP 500 family-owned businesses were surveyed. Respondents were asked to specify their retention rate either in percentage intervals of ten or in exact amounts. Of the 213 partnerships surveyed, 31 (approximately 15%) responded and submitted their data to the Ifo institute. The distribution of these responses was proportional across the ranking intervals of the TOP 500, with 5 companies ranking below the TOP 100, followed by a distribution pattern of 5-6-6-5-7 across subsequent ranking categories.

This quantitative analysis specifically examines partnerships and their tax burden. The previous study conducted by the Foundation for Family Businesses in collaboration with the Ifo institute collected data on both corporations and partnerships. For the purpose of this study, a distinction was made between the datasets of corporations and partnerships. Consequently, tax-related data from 224 to 225 partnerships (depending on the year) within the TOP 500 largest employers in Germany between 2010 and 2018 were analyzed.

The variable 'Profit/Loss' serves as the basis for the respective tax declarations, representing the financial outcome of the partnership for each given year. Additionally, the study examines tax expenditures under the original taxation framework (transparency principle) and evaluates correlations and regressions based on findings from the preliminary research. This analysis aims to determine whether a statistically significant relationship exists between tax expenditures under the original taxation framework and those under the option model. For this reason, the variable 'taxes_previous' has been included in the analysis.

The collected data is intended to support an assessment of the option model as defined in Section 1a of the KStG. Accordingly, the above-mentioned financial variables must be supplemented with figures reflecting the tax burden of the option model before and after profit distributions, as well as the amount of withdrawals, which can be inferred from retained earnings data. At the time of the previous study by the Ifo institute, the option model described in the introduction had not yet been implemented in law in accordance with Section 1a KStG (German Federal Government, 2021). This article therefore uses the same microdata and data analysed by the Ifo institute as in the study by the Ifo institute in cooperation with the Foundation for Family Businesses described above. Nevertheless, these data were analysed quantitatively in a different way and for a different purpose.

In the context of this article, the research is based on the above-mentioned study and the variables 'profit', 'tax burden' and 'retention rate' determined in that study. However, these were evaluated completely differently and changed or supplemented by further variables to analyse the option model in accordance with Section 1a KStG. This includes, in particular, the calculated tax burden of the option model (variable is named: 'Taxes_1a'), the amount of withdrawals, since these can affect

Taxes_1a (variable is named: 'Withdrawals') and, accordingly, the tax burden of the option model after withdrawals (variable is named: 'Taxes_1a_W').

Such an analysis based on such representative data (the Foundation for Family Businesses is one of the largest foundations in Germany) has not yet been carried out in the literature, since the option model was only included in the law on 1 January 2022. However, the advantageousness of the option model has been analysed in the abstract by Kudert and Rein (2022). Kudert and Rein also differentiated between whether the income after taxes is immediately available for the shareholders' consumption (here Taxes_1a_W) or is used for further income generation (here Taxes_1a). The so-called net income of the co-entrepreneurs from the partnership was chosen as the basic variable, which here represents the variable 'Profit/Loss'. Since the Ifo institute's previous analysis was able to draw on actual data from practice with regard to the retention rate/withdrawals, it was not necessary to perform a fictitious calculation of the withdrawals (here variable withdrawals) based on dynamic considerations and taxographic analyses. The additional inclusion of the previous tax burden (here Taxes_previous) after application of the previous tax regime was not carried out by Kudert and Rein and was implemented by the author of this article in order to check whether there is a quantitative significance between the old and new tax burden (Kudert & Rein, 2022).

On average, corporate tax burdens amount to approximately 30%. Under the option model in accordance with Section 1a KStG, the tax burden for partnerships opting into corporate taxation would also be 30%, assuming that the taxation of withdrawals is not considered in the initial step (Wackerbeck, 2024). Therefore, the variable "Taxes_1a" is calculated by applying a 30% tax rate to profits. In years where a loss is incurred, no negative tax value is recorded under corporate taxation; instead, losses are carried forward. As a result, the variable "Taxes_1a" is assigned a value of EUR 0 in loss years.

Figure 1

Year	Amount of the retention ratio according to the study in % of profit	Amount of withdrawals as % of profit
2010	69,11	30,89
2011	67,11	32,89
2012	61,20	38,80
2013	64,40	35,60
2014	43,27	56,73
2015	40,67	59,33
2016	39,99	60,01
2017	39,86	60,14
2018	38,18	61,82

The amount of withdrawals can be determined based on the study's calculation of retention rates. Consequently, the percentage of withdrawals relative to profits is derived as the difference between the retention rate determined in the study and 100%. Figure 1 below illustrates the retention rates for the respective years and how the "withdrawal" variable was calculated.

The Ifo institute determined the above-mentioned ploughback rate by asking the business partnerships how much of their respective profits they ploughed back each year. Of course, the partnerships that made a loss could not withdraw any of the profit, since they only had a loss. However, since in these cases profits from the past could also be withdrawn, the author of this article also had to determine the amount of withdrawals for partnerships that had made a loss. For this purpose, the Ifo institute's microdata were analysed by applying the withdrawal rate mentioned in Figure 1 (100% minus the ploughback rate according to the Ifo institute) to the respective profit of the partnerships, so that the nominal amount of total withdrawals could be determined. The author of this article then divided this amount by the number of partnerships that had made a profit. This allowed the average amount of withdrawals in the respective years to be calculated.

This approach is considered representative, as capital is not necessarily withdrawn in every loss-making year. Moreover, from a quantitative research perspective, this methodology allows for a more precise examination of the tax burden's impact on withdrawals. Consequently, the withdrawal amounts for loss-making companies are determined for each year as follows.

Figure 2

Year	Average amount of withdrawals in TEUR	Amount of companies with losses
2010	14,792	7
2011	17,950	6
2012	21,598	11
2013	19,373	15
2014	36,360	13
2015	39,344	13
2016	45,187	8
2017	45,757	10
2018	56,834	9

Since withdrawals under the option model are subject to the same taxation as profit distributions, the tax burden must be determined based on the withholding tax rate of 25% plus the solidarity surcharge. Consequently, the tax burden on withdrawals is calculated at 26.375% per withdrawal and is added to the inherent 30% tax burden on corporate profits. Accordingly, the variable "Taxes_1a_W" is incorporated.

The conclusion that can be drawn from the results is that the data analysed comes from the Ifo institute. However, the author of this article has examined these (micro)data on the basis of the new tax situation under Section 1a KStG and has therefore calculated new variables using the data from the Ifo institute, i.e. Taxes_1a, Taxes_1a_W and Withdrawals, in order to examine which factors affect the new option model and in what way, and whether the above hypothesis that the option model would have already led to tax savings for partnerships in the past. Accordingly, a considerable research effort has been made, since although the data from the Ifo institute could be used as a research basis, it had to be applied to the changed German legal situation in a completely new way.

As a result, the following variables were analyzed: "Profit/Loss", "Taxes_Previous", "Taxes_1a", "Withdrawal", and "Taxes_1a_W".

Research Methods

The above-mentioned variables "Profit/Loss" (β_1), "Taxes_Previous" (β_2), "Taxes_1a" (β_3), "Withdrawal" (β_4) and "Taxes_1a_W" (β_5) are to be tested for significance in a Pearson correlation analysis for each of the years 2010 to 2018. The correlation coefficient serves as a measure of the strength of the correlation between the interval-scaled characteristics and assumes values between -1 and 1 . Specifically, this means that if one variable increases or decreases, the correlation coefficient illustrates the extent to which the other variables also increase or decrease.

If the variables correlate with one another, the next step is to check whether the correlation stands up to a significance test. The significance test is carried out using the "P-value" test. The significance test is carried out using a two-sided alternative hypothesis. The p-value indicates the probability that the correlation is only random. The standard used here is .05 or below, meaning there is a 95% chance the results are not random, or below the 5% error term. The lower the p-value, the more likely it is that the values are not randomly correlated.

On the basis of the known data for the partnerships with the highest employment in Germany, it should then be determined whether the option model would have led to a more favourable tax burden at the fictitious level of the withdrawal based on the survey mentioned in the previous chapter.

In this respect, the average tax rate of the old taxation regime, which could be determined on the basis of the microdata provided, is compared with the tax rate of the option model plus the tax rate of the fictitious withdrawals. As a result, the equation is solved to determine the maximum amount of withdrawals that the partnerships would have been allowed to make in the past for the option model to have been more favourable.

In the analysis by the Foundation for Family Businesses, the data from which was used only as a basis for this research, the amount of the tax burden of the original method of taxation in Germany was not further scrutinised, but rather examined in relation to other economic indicators such as capital, return or profit-shifting elasticity. Rather, the aim of this article is to scientifically determine how the

tax burden of the option model for partnerships in Germany, which has only been applicable since 1 January 2022 and is otherwise only found in this form in Europe in France, can be controlled and whether this would have represented a more favourable taxation variant for the partnerships examined in the study in the past. Accordingly, the research methods also differ significantly, so that this analysis within the scope of this article offers great added value for current German tax law, which was to be revolutionised by the German legislator through the option model.

Outcome

Correlations

The correlation matrix of the variables $\beta_1 - \beta_5$ is shown below. For reasons of simplification, visualization of the correlations is limited to the year 2018. Nevertheless, the data and their results for the years 2010–2017 are discussed in detail below.

Figure 3

	Profit.Loss	Taxes_1a	Taxes_1a_W	Taxes_previous	Withdrawal
Profit.Loss	1.0000000	0.9997349	0.9991442	0.8968443	0.9966517
Taxes_1a	0.9997349	1.0000000	0.9997322	0.8973258	0.9978344
Taxes_1a_W	0.9991442	0.9997322	1.0000000	0.8974468	0.9990893
Taxes_previous	0.8968443	0.8973258	0.8974468	1.0000000	0.8964096
Withdrawal	0.9966517	0.9978344	0.9990893	0.8964096	1.0000000

The next step involves assessing whether the correlation values presented in the matrix are statistically significant enough to provide a representative probability. Since the variable β_5 is central to addressing the research question, a multiple regression model will be applied if its significance is confirmed. The significance test determining the p-value is conducted using a two-sided probability test between the variable "Taxes_1a_W" and the other variables.

Figure 4

```
data: Profit.Loss and Taxes_1a_W
t = 360.71, df = 223, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 0.9988867 0.9993421
sample estimates:
      cor
0.9991442
```

```
data: Taxes_1a and Taxes_1a_W
t = 645.14, df = 223, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 0.9996516 0.9997942
sample estimates:
      cor
0.9997322
```

```
data: Taxes_1a_W and Taxes_previous
t = 30.381, df = 223, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 0.8686118 0.9202238
sample estimates:
      cor
0.8974468
```

```
data: Taxes_1a_W and Withdrawal
t = 349.67, df = 223, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 0.9988154 0.9992999
sample estimates:
      cor
0.9990893
```

The p-value between "Taxes_1a_W" and all other variables is $< 2.2e-16$, with all correlation coefficients being positive. The strongest correlation is observed between "Taxes_1a" and "Taxes_1a_W" at 0.9997322, whereas the weakest correlation occurs between "Taxes_1a_W" and "Taxes_previous" at 0.8974468.

For the observation period from 2010 to 2017, the p-value test consistently yielded values of $< 2.2e-16$ each year. Correlation values remained at similar levels, except for two notable deviations: in 2010 and 2017, the correlation between "Taxes_1a_W" and "Taxes_previous" dropped sharply to 0.6142466 and 0.5141057, respectively. In subsequent years, correlation coefficients returned to levels comparable to 2018, in some cases exceeding 0.9 (e.g., in 2016).

Interpretation

Correlations

As part of the analysis of variable correlations, the significance test consistently yielded a p-value of $< 2.2e-16$ for the variable "Taxes_1a_W" in relation to all other variables. Given that this p-value is well below 0.05, indicating a probability of random occurrence significantly lower than 5%,

the independent variables are deemed highly suitable for explaining the dependent variable "Taxes_1a_W." Consequently, a high level of statistical significance is established.

Furthermore, the consistently positive correlation coefficients in relation to "Taxes_1a_W" indicate that an increase in this variable is accompanied by an increase in all other variables. Specifically for 2018, the correlation coefficients for individual variables ranged between 0.89 and 0.99, suggesting a strong interdependence whereby a rise in "Taxes_1a_W" is associated with a substantial increase in the other variables.

However, two notable exceptions were observed in 2010 and 2017 concerning the correlation between "Taxes_1a_W" and "Taxes_previous." In these years, the correlation coefficients were significantly lower at 0.5141 (2017) and 0.6142 (2010), implying a weaker relationship between these variables compared to other years. This deviation is primarily attributed to variations in the original tax burden under the previous taxation regime, which, in certain years, was significantly lower or not directly tied to the profit or loss, unlike under the new tax system.

These variations can be explained by several tax-related factors. Notably, the taxation of partnership profits at the individual partner level, based on personal income tax rates, played a crucial role. It is reasonable to assume that in 2010 and 2017, the partners' personal tax rates were significantly lower than in other years within the observation period. This could be due to the presence of other negative income streams that were offset against partnership earnings, thereby reducing taxable income. Given Germany's progressive tax system, lower taxable income results in a lower applicable tax rate.

Under the option model, in accordance with Section 1a KStG, offsetting partnership losses against other income types at the partner level is not permissible, as profits are taxed initially at the corporate level and only subject to further taxation upon distribution via final withholding tax. Additionally, the possibility of offsetting distributions against other income is generally restricted unless the shares are held as private assets and specific conditions under Section 32d EStG are met. At the corporate level, there would theoretically be an opportunity to offset losses incurred since adopting the option model, but due to insufficient data, this potential tax reduction was not factored into the analysis. Instead, each year was treated based on its respective initial tax burden.

Consequently, the observed outliers in correlation coefficients do not provide meaningful insights regarding "Taxes_1a_W." Rather, the key takeaway for the subsequent regression analysis is that all variables exhibited statistically significant correlations with "Taxes_1a_W," reinforcing the conclusion that they influence one another.

Load comparison

Based on the findings outlined above, it becomes evident that the tax burden under the option model consists of two key components: the variable "Taxes_1a," which accounts for approximately 30% of the profit of the opting company, and the taxation of withdrawals.

The 30% profit taxation is a fixed rate and can only be influenced by adjusting the amount of the taxable profit itself. However, the level of withdrawals remains flexible and can be determined by

the shareholders of the opting company, allowing for potential reductions in the overall tax burden under the option model.

Accordingly, a key question arises concerning the periods and partnerships analyzed: what level of withdrawals in a given year would have made the option model more favorable for a particular partnership? For this assessment, it is assumed that the legal framework in effect from 2022 is applied to the examined microdata, as the option model only became applicable to financial years beginning on or after January 1, 2022.

This evaluation must, of course, be conducted on a case-by-case basis, as prior tax burdens vary significantly depending on shareholder-specific circumstances. Additionally, the absolute amount of withdrawals differs across partnerships and is also expressed as a percentage of profit in this model.

Nonetheless, to provide a general assessment, an estimate is made regarding the percentage of withdrawals (relative to profit) that would render the option model more tax-efficient than the previous tax regime. The first step in this process is to determine the average historical tax burden and average profit, enabling the calculation of the average percentage tax burden under the prior system, which serves as the benchmark to be outperformed.

In the subsequent formula, the tax burden under the option model is calculated as 30% of profit, while withdrawals – subject to a tax rate of 26.375% – represent the unknown variable. Notably, at the level of the opting company, the tax burden is zero in loss years, as losses cannot translate into negative tax liability but are instead carried forward. Furthermore, since the level of withdrawals in loss years cannot be meaningfully determined from an economic standpoint, the calculation is based exclusively on data from partnerships that generated a profit.

To illustrate this approach, the year 2018 is used as an example. During this year, nine partnerships incurred losses and are therefore excluded from the calculation. The remaining partnerships reported an average profit of approximately EUR 91,932 thousand and an average tax burden of approximately EUR 35,228 thousand, resulting in an average percentage tax burden of 38.32%.

The following formula is applied to determine the maximum permissible withdrawals to match the tax burden of the previous tax regime, where profit is represented as the unknown variable "X" and withdrawals as "Y":

$$38,32\% X = 30\% X + 26,375\% Y \quad (1)$$

The formula can be solved as follows:

$$8,32\% X = 26,375\% Y \quad (2)$$

$$31,55\% X = Y \quad (3)$$

In order to check the formula, we now calculate the tax burden of the option model, taking into account withdrawals amounting to 31.5463597% (rounded 31.55%) of the average profit.

$$30\% \text{ TEUR } 91.932 + 26,375\% \text{ TEUR } 91.932 * 31,5463597\% = \text{TEUR } 35.228. \quad (4)$$

Accordingly, this formula was used to prove that, insofar as the average amount of withdrawals exceeded approx. 31.55% of the profit in 2018 for the partnerships examined, the option model would be less favorable for the partnerships on average in terms of current taxation than the previous tax regime. Compared to Figure 1, it is clear that, based on the data determined by the Foundation for Family Businesses, the amount of withdrawals in 2018 was significantly higher. Accordingly, it can be argued that the option model pursuant to Section 1a KStG would have been less favorable for the partnerships examined in 2018 with regard to current taxation than the previous dualistic tax regime.

In the following illustration, this will also be examined for the following years using the above-mentioned approach.

Figure 5

Year	Determined maximum withdrawal amount in % of profit	Amount of actual withdrawals according to the Foundation for Family Businesses in % of profit
2010	09,92	30,89
2011	23,37	32,89
2012	31,09	38,80
2013	30,13	35,60
2014	23,01	56,73
2015	19,99	59,33
2016	24,54	60,01
2017	29,27	60,14

Conclusion

In summary, the most significant factor influencing the tax burden under the option model after withdrawals is evidently the profit, as it is consistently taxed at approximately 30%, along with the aforementioned withdrawals, which are also subject to taxation at the shareholder level as profit distributions. This confirms the hypothesis that withdrawals, in particular, have a substantial impact on the tax burden within the option model. This conclusion is further supported by the significance value observed in correlation analyses.

However, given that the amount of withdrawals can be structured flexibly, the option model may be beneficial for partnerships opting for this regime, particularly those seeking to retain profits or capital within the company while making only minimal withdrawals. Nevertheless, an analysis of Germany's largest family-run partnerships by employment from 2010 to 2018 indicates that in only a limited number of cases would the option model have resulted in a lower tax burden.

Despite this, the option model presents partnerships with an additional taxation alternative that may be advantageous under specific economic conditions. A comparative assessment of tax burdens

clearly illustrates that, on average and based on the assumed withdrawal amounts, the option model would not have been more favorable than the previous taxation system in any given year for the partnerships examined. Nonetheless, partnerships gain access to an alternative taxation framework that could offer benefits under certain economic circumstances.

Disclosure Statement

The author reports no conflicts of interest.

References

- Böhmer, J., & Schewe, B. (2022). Das BMF-Schreiben zur Option zur Körperschaftbesteuerung. *Finanzrundschau*, 2022(2), 69–77. <https://doi.org/10.9785/fr-2022-1040205>
- Brühl, M., & Weiss, M. (2021, April 24). „Check the box“ from good old Germany – Die Option zur Besteuerung als Körperschaft nach dem Entwurf des KöMoG. *DStR*, 2021, 889–944.
- Fuhrmann, C. (2021, August 13). KöMoG: Das Optionsmodell im Umwandlungssteuerrecht: Praxisrelevante Fragestellungen im Zusammenhang mit dem Wechsel des Besteuerungsregimes. *NWB*, 2021(32), 2356–2365.
- German Federal Government. (2021, April 19). *Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Körperschaftsteuerrechtes* [Press release].
- Jacobs, O., Scheffler, W., & Spengel, C. (Eds.). (2015). *Unternehmensbesteuerung und Rechtsform*. C.H. Beck.
- Kanzler. (2021). Verfassungswidrige Benachteiligung Steuerpflichtiger durch die Exklusivoption zur Körperschaftbesteuerung für Personenhandels- und Partnerschaftsgesellschaften. *Finanzrundschau*, 103(22), 1049–1056. <https://doi.org/10.9785/fr-2021-1032202>
- Kudert, S., & Rein, R. (2022). Eine ökonomische Analyse der steuerlichen Vorteilhaftigkeit der Option nach § 1a KStG. *Finanzrundschau*, 104(21), 976–986. <https://doi.org/10.9785/fr-2022-1042103>
- Kußmaul, H., & Gottfreund, M. (2021, June 9). Die Option zur Körperschaftbesteuerung nach § 1a KStG-E. *StB*, 2021(6), 161–166.
- Lüdicke, J., & Sistermann, C. (Eds.). (2018). *Unternehmenssteuerrecht*. C.H. Beck.
- Stiftung Familienunternehmen. (2020). *Der Beitrag der Familienunternehmen zum Steueraufkommen in Deutschland: Entwicklung der Steuern von Einkommen und Ertrag*.
- Stiftung Familienunternehmen. (2024). *Fachliche Autorität in der Forschung zum Familienunternehmertum*. <https://www.familienunternehmen.de/de>
- Wacker, R., Krüger, R., Levedag, C., & Loschelder, F. (2021, October 16). Zum Optionsmodell nach dem Gesetz zur Modernisierung des Körperschaftsteuerrechts – oder: eventus varios res nova semper habet. *DStR*, 2021, 3–42.

Wackerbeck, M. (Ed.). (n.d.). *Ertragsteuerrecht: Loseblatt-Kommentar zum Einkommensteuergesetz, Körperschaftsteuergesetz, Gewerbesteuergesetz, Außensteuergesetz, Investmentsteuergesetz, Umwandlungssteuergesetz und Nebengesetze*. Franz Vahlen.

Received: 01.03.2025
Accepted: 24.03.2025
Available online: 31.03.2025



Funding information: The article was written as part of the research project “Determinants of the attractiveness of the FinTech sector offer for individual bank clients” conducted as part of the EkSocgrant competition co-financed from the Dean’s Reserve at the Faculty of Economics and Sociology of the University of Lodz. **Conflicts of interests:** None. **Ethical considerations:** The Author assures of no violations of publication ethics and takes full responsibility for the content of the publication.

THE IMPORTANCE OF SOCIO-CULTURAL FACTORS AS DETERMINANTS OF THE ATTRACTIVENESS OF THE FINTECH SECTOR OFFER FOR INDIVIDUAL CLIENTS OF BANKS

Krzysztof Świeszczak*

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.45.07>

THE IMPORTANCE OF SOCIO-CULTURAL FACTORS AS DETERMINANTS OF THE ATTRACTIVENESS OF THE FINTECH SECTOR OFFER FOR INDIVIDUAL CLIENTS OF BANKS

ABSTRACT

The purpose of the article. The aim of this publication is to analyze the importance of socio-cultural factors for assessing the attractiveness of the FinTech sector's offer among individual clients of the banking sector and the FinTech sector. The following hypothesis was put forward in the article: the average level of importance of socio-cultural factors for assessing the attractiveness of the FinTech sector's offer does not statistically differ significantly for individual customers of the banking sector and individual customers of both, the banking sector and the FinTech sector.

Methodology. In order to verify the adopted hypothesis and achieve the purpose of this publication, 240 direct individual questionnaire interviews (PAPI interviews – Paper & Pen Personal Interviews) were conducted among customers of the banking sector, and it should be noted that the study, due to the representativeness of the conducted research, involved:

- 120 individual clients of the banking sector who have not yet used the offer of the FinTech sector;
- 120 individual clients of the banking sector with experience in using the offer of the FinTech sector.

The questionnaire survey was preceded by in-depth interviews with experts, representatives of the scientific community professionally involved in research on the functioning of FinTech enterprises as well as owners and co-owners of business entities belonging to the FinTech sector.

Results of the research. Based on the conducted research, it was found that individual clients of the banking sector who had not yet used the FinTech sector's offer were more likely to agree with two statements, i.e., the stronger the bank client's sense of belonging to a selected social group, the higher the assessment of the attractiveness of the FinTech sector's offer and the stronger the bank customer's identification with family values, the higher the assessment of the attractiveness of the FinTech sector's offer. In the case of responses to the remaining statements, no statistically significant differences were noted. The result of the analyzes carried out in this article is a positive verification of the research hypothesis according to which the average level of importance of socio-cultural factors for assessing the attractiveness of the FinTech sector offer does not differ in a statistically significant way for individual customers of the banking sector and individual customers of the banking sector and FinTech sector.

Keywords: bank, fintech, offer, purchasing decisions, attractiveness determinants.

JEL Class: G21, G23, G29, D81, D91.

* Ph.D., Faculty of Economics and Sociology, University of Lodz, <https://orcid.org/0000-0002-2286-7778>
Corresponding Author. E-mail: krzysztof.swieszczak@uni.lodz.pl

The Importance of Socio-cultural Factors as Determinants of the Attractiveness of the FinTech Sector Offer for Individual Clients of Banks

Analysis of decision-making processes has been the subject of numerous studies. The decision-making process is becoming more and more complicated and complex for individuals, which affects both the functioning of households and financial institutions offering financial products and services. The former, due to the growing number of determinants that influence their choices and decisions, increasingly feel lost in the current realities of socio-economic life. Financial institutions, on the one hand, offer products and services without which it is difficult to imagine the functioning of entities (e.g., bank accounts, deposits, loans, etc.), and on the other, due to the growing competition from entities belonging to the FinTech sector, increasingly often subject to detailed analysis the factors that have the most significant impact on the decisions made by customers.

In this context, it is worth analyzing the determinants of consumer decisions, in particular socio-cultural determinants. They are related to both the attributes of the individual and the influence of the environment on the choices and decisions they make. The dynamics of changes taking place on the financial market encourages reflection on potential differences in the perception of the analyzed category in the context of banking sector clients, among whom there are both people who have not used the FinTech sector offer so far and people who are clients of both groups of institutions. As indicated by the research results, the average level of importance of socio-cultural determinants for the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer does not differ in a statistically significant way for individual clients of the banking sector and individual clients who are simultaneously clients of the banking sector and the FinTech sector.

The aim of this publication is to present the results of research on socio-cultural determinants for the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer among individual clients of the banking sector and of both, the banking sector and the FinTech sector.

The article puts forward the following hypothesis: the average level of importance of socio-cultural conditions for assessing the attractiveness of the FinTech sector's offer does not statistically differ significantly for individual clients of the banking sector and individual clients of the banking sector and the FinTech sector.

In order to verify the adopted hypothesis and to achieve the purpose of this publication, in-depth interviews were conducted with experts who are representatives of the scientific community professionally involved in researching the functioning of FinTech enterprises and owners and co-owners of business entities belonging to the FinTech sector, as well as 240 direct individual questionnaire interviews (PAPI interviews – Paper & Pen Personal Interviews) among clients of the banking sector.

Consumer Purchasing Behavior

Customer satisfaction is a measure of how products and services provided by business entities meet their expectations and satisfy specific needs. Maximizing this category has an extremely significant impact on the ability to generate revenues, and therefore affects the ability to generate profits by companies (Rajan, Sammansu & Suresh, 2021: 397).

The literature on the subject draws attention to the fact that consumer satisfaction is the subject of numerous studies (Bartkowiak & Sojkin, 2015: 328). The change in the subject of researchers' observations from products and services to consumers, observed for years, has meant that the key to the success of enterprises has undoubtedly turned out to be the best possible understanding of the determinants of consumer behavior. Importantly, their importance is emphasized by both economic entities and various types of offices and institutions dealing with the protection of the interests of the indicated group.

Consumer behavior can be defined in both a narrow and broader sense. In the first case, many researchers refer to the definition presented in 1984, indicating that consumer behavior includes all psychological procedures, according to which consumers in the process of making purchasing decisions identify their needs, look for ways to satisfy them, decide on the subject of purchase, analyze information about products, plan the purchase, finally implement their plans and make the final purchase (Anderson & Golden, 1984: 405–411). In a broader sense, consumer behavior is analyzed through the prism of how individuals choose, purchase, use and manage products and services in order to satisfy their needs, as well as the consequences that the indicated actions have for the consumer and society (Roy & Datta, 2022: 207). In the context of purchasing behavior and the related decisions of individuals, researchers also emphasize the importance of selecting goods in the context of products and services, emphasizing that in the process of making choices, the consumer decides on a specific thing, thereby rejecting other, alternative ones (Madeswaran, 2015: 2).

Consumer purchasing behavior can be typologized in various ways (Mącik, 2016: 157–158), but the most common categorizations take into account the division criteria that come down to the emotions accompanying them (prudent and impulsive decisions), the time spent on making a decision (routine and non-routine decisions), the assessment of how reasonable they are (rational and irrational decisions) and the degree of complexity of the decision-making process (compensatory and non-compensatory decisions).

Prudent and impulsive decisions

Time plays an important role in the decision-making process. Importantly, it is also a criterion for their division, identifying prudent and impulsive decisions (Garbarski, 1998: 82). The first of these are made over a relatively long period of time and concern products, services and goods for which the buyer's purchasing experience is relatively small. It should be emphasized that in the case of prudent

decisions, the buyer usually devotes a certain amount of time to the decision-making process (plans it), being aware of the risk resulting from the significance of the decisions made for themselves (Kotler, 2005: 204). Examples of transactions carried out within the category of prudent purchasing decisions are real estate, cars and expensive durable goods.

The second category, impulsive decisions, most often concern products, services and goods of low market value. In the analyzed case, emotions, associations or imaginations play a key role from the point of view of purchasing goods, becoming an impulse to make specific decisions. An example of the aforementioned impulse may be, for example, a price promotion, limited supply of a specific good, or visualization of benefits resulting from the purchase of products and services presented in an advertisement. An important feature of impulsive decisions is that they are most often made at the point of sale, which means that in this case the buyer does not plan the purchase in advance (Dąbrowska & Janoś-Kresło, 2014: 14).

Routine and non-routine decisions

Emotions accompanying decision-making processes constitute another criterion for their division, indicating that decisions can be divided into routine and non-routine. The former refer directly to the routine and experiences of the buyer. The decision-making process resulting in the purchase of products, services and goods is simplified, which translates into limited time devoted to making a decision. It is worth noting that the level of risk associated with a possible decision that is inappropriate or disadvantageous for the buyer is relatively low, among others due to the market value of the most frequently purchased goods, which include, among others, press, tobacco products and food products (Adamowicz & Krasuska, 2016: 177).

In the case of non-routine decisions, the time devoted to making them is definitely shorter, which results primarily from the fact that they concern products, services and goods that have already been purchased by the buyer. This means that the buyer of goods refers to previous experiences, chooses from among the purchase options known to them, which translates into a much lower level of risk related to making a potentially inappropriate or disadvantageous decision for the buyer (Witek, 2007: 17). Examples of the subjects of transactions carried out within the category of non-routine purchase decisions are durable goods (of lower value than in the case of prudent decisions), consumer electronics and household appliances and tourist trips.

Rational and irrational decisions

The sense of rationality of decisions made is another criterion for their division. Leaving aside the complexity of the process of assessing which, and to what extent, decisions are reasonable, the literature on the subject identifies rational and irrational decisions. The former are referred to as reasonable, which means that, as a rule, they are made on the basis of specific premises, while the decision-making process itself is given an appropriate amount of time.

On the other hand, we are dealing with irrational decisions, which are identified with internally inconsistent and difficult to rationally explain choices of the buyer. They are often defined as "contrary to the best interests of the consumer" (Zalega, 2012: 30–43).

Compensatory and non-compensatory decisions

The degree of complexity of the decision-making process is a significant determinant of the choices made by consumers. Importantly, it is also a criterion for their division, identifying compensatory and non-compensatory decisions. The first of the indicated ones concern time-consuming purchasing processes, which are related to the analysis of the usefulness of goods, the importance of their detailed features, as well as the search for alternatives to the products and services identified in the analyzed process.

Non-compensatory decisions refer to purchasing processes of a simplified nature, sometimes even selective. In contrast to compensatory choices, the basis for making a decision is a cursory analysis, most often based on a limited scope of data, sometimes resulting from difficulties in assessing the technical parameters of goods (Maciąg, Slezak & Hepting, 2006: 3).

Determinants of Clients' Decisions

Consumer decision-making processes can be an extremely complex and multi-dimensional construct (Liczmańska, 2015: 108). Apart from decisions made in a repetitive, spontaneous manner, the significance of which for the future of the individual is not significant, every consumer at some stage of life faces the challenge of making a purchase decision of fundamental significance for the personal finances and the future of the individual (often also for his or her loved ones).

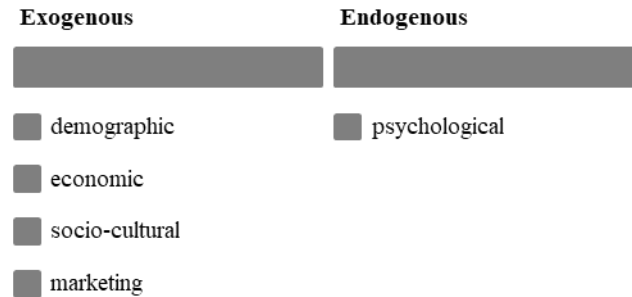
Regardless of the significance of individual decisions made by consumers, the literature on the subject indicates that, in principle, every decision is conditioned by many factors (Korneta & Lotko, 2021: 3), which include determinants of the following nature (Kieźel, 2000: 104):

- External – referring to the individual's environment, having its genesis in the following areas:
 - socio-cultural – related to the existence of the individual in society;
 - demographic and social – conditioned by the characteristics of the individual (e.g. gender, age and place of residence);
 - marketing mix – inextricably linked to the impact of economic entities on consumers, which are part of the market in which each enterprise operates. Within the indicated construct, the subject of analysis is the product, price, distribution and promotion.
- Internal – constituting a specific psychological profile of the individual. These determinants are related to such attributes as: personality, experiences, needs, risk-taking tendency, preferences and motives (Kozłowska, 2016: 129–133).

Taking into account the presented typology of determinants of consumer decisions, we can distinguish both exogenous factors (demographic, economic, socio-cultural and marketing) and endogenous factors (psychological) – Figure 1.

Figure 1

Determinants of consumer behavior



Source: own study based on: Kiezel (2000: 104).

It should be emphasized that the specificity of decision-making processes indicates that in many situations the indicated factors interact with each other (Zjawin, 2018: 234–236).

Taking into account the comparable structure of products and services offered by the banking and FinTech sectors, and in specific cases (due to the possibility of satisfying specific financial needs of customers by purchasing various goods) their substitutive nature, the further part of the considerations focused on the determinants of the attractiveness of the FinTech sector offer. Based on in-depth interviews conducted with experts who are representatives of the scientific community professionally involved in examining the functioning of FinTech enterprises and owners and co-owners of business entities belonging to the FinTech sector, the need to explore the area of socio-cultural conditions in the process of assessing the attractiveness of the FinTech sector's offer was identified.

Socio-Cultural Conditions

Socio-cultural conditions (exogenous conditions) are related to important determinants, which include, among others, the level of education, professional activity, way of spending free time, sense of belonging to a social group and a reference group (including, in particular, family).

The essence of the significance of the level of education as a factor influencing consumer needs comes down to its impact on the conscious identification of needs, their size, and subsequently on the possibility of hierarchization. Better education translates into a specific, higher level of knowledge and awareness (Janoś-Kresło & Mróz, 2006: 132), which in turn stimulates higher-order needs. At the same time, better educated people usually have a higher level of ability to analyze information about products and services that can satisfy their needs, as well as the level of financial resources that they are able to allocate to the purchase of specific goods (Żelazna, Kowalczyk & Mikuta, 2002: 18–19).

Another of the above-mentioned factors, i.e. professional activity, on the one hand, significantly affects the amount of income, and on the other hand, determines how to spend free time. The professional position related to these aspects, consequently determines the standard of living, social status, and purchasing decisions of consumers (Drozdowski, 2014: 82).

The way of spending free time is determined primarily by economic factors (income, level of wealth) and needs. The literature on the subject indicates that people who are commonly considered to spend their time actively, usually make choices and decisions under the influence of, among others, fashion, interests and environment (Cieloch, Kuczyński & Rogoziński, 1992: 3).

Belonging to a social group is indicated as another important factor determining consumer decisions (Morawiak, 2015: 287). It is defined through the prism of co-creating a community whose members have similar interests, adhere to specific values common to all individuals and are characterized by similar attitudes (Bourdieu & Wacqunat, 1992: 119).

The last of the mentioned factors, i.e., belonging to a reference group (especially a family), is related to groups to which the consumer wants to belong and with which he/she identifies. A group defined in this way becomes a point of reference for choices and decisions made by an individual emotionally attached to it. On the one hand, this determinant can provide specific norms and principles in the field of attitudes (enabling the identification of the right, accepted ones), and on the other hand, be a source of information necessary in the decision-making process (Kieźel, 2000: 126–127).

Research Method

The aim of this publication is to present the results of research on socio-cultural conditions for assessing the attractiveness of the FinTech sector offer among individual customers of the banking sector and of both, the banking sector and the FinTech sector.

The following hypothesis was put forward in the article: the average level of importance of socio-cultural conditions for the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer does not differ in a statistically significant way for individual customers of the banking sector and individual customers of both, the banking sector and the FinTech sector.

In order to verify the adopted hypothesis and to achieve the purpose of this publication, 240 PAPI interviews (direct individual questionnaire interviews) were conducted among banking sector clients, whereby it should be noted that the study, in order to maintain the representativeness of the conducted research, involved:

- 120 individual banking sector clients who had not used the FinTech sector offer so far;
- 120 individual banking sector clients who had experience in using the FinTech sector offer.

The questionnaire survey was preceded by in-depth interviews with experts who are representatives of the scientific community professionally involved in researching the functioning of FinTech enterprises and owners and co-owners of business entities belonging to the FinTech sector.

The research questionnaire consisted of several parts, among which the components related to socio-cultural conditions were of significant importance. All questions required a response expressing the degree of acceptance of a given statement, placed on a seven-point Likert scale (completely disagree, disagree, rather disagree, it is hard to say, rather agree, agree, strongly agree). The results of the pilot studies conducted on a group of 40 people were taken into account in the construction of the final version of the tool. The study was carried out in the period from February 2023 to August 2023.

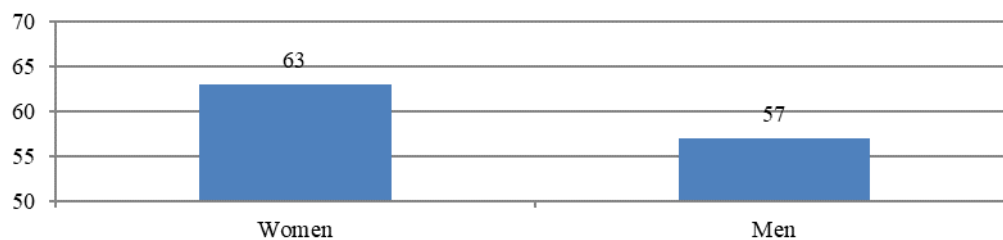
Characteristics of the Study Groups of Respondents

As indicated earlier, the study involved:

- 120 individual banking sector clients who had not yet used the FinTech sector offer;
- 120 individual banking sector clients who had experience using the FinTech sector offer.

Figure 2

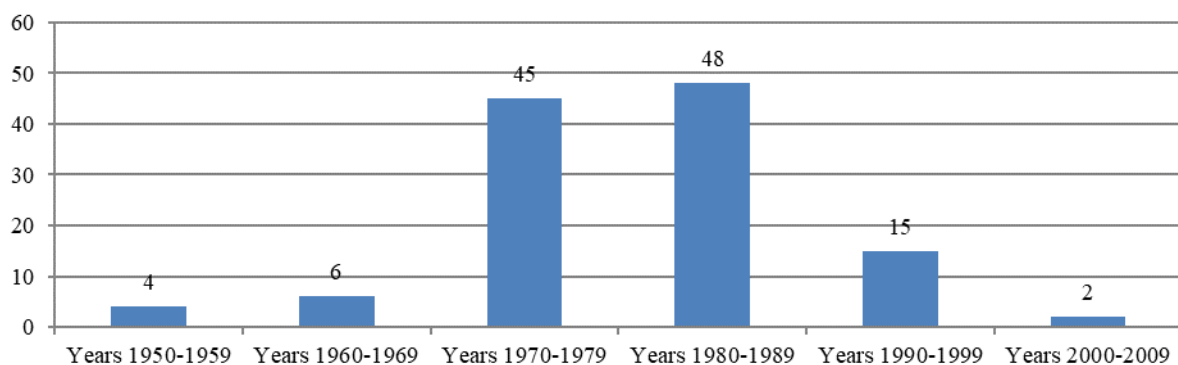
Structure of individual banking sector clients who have not yet used the FinTech sector offer by gender



Source: own study.

Figure 3

Structure of individual banking sector customers who have not yet used the FinTech sector offer by year of birth



Source: own study.

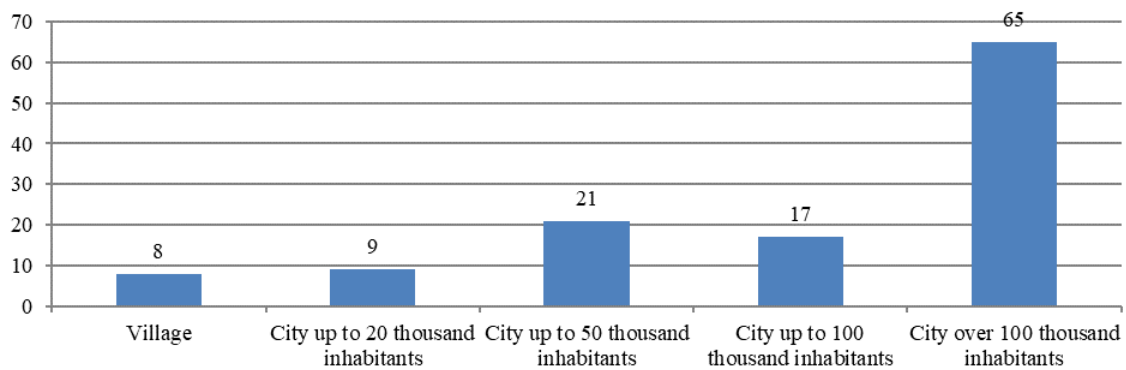
The first of the above-mentioned groups of respondents consisted of 63 women and 57 men (Figure 2), including four people born in the years 1950–1959, six people in the years 1960–1969, 45 people in the years 1970–1979, 48 people in the years 1980–1989, 15 people in the years 1990–1999 and two in the years 2000–2009 (Figure 3).

Eight respondents lived in rural areas, nine in a city of up to 20,000 inhabitants, 21 in a city of up to 50,000 inhabitants, 17 in a city of up to 100,000 inhabitants, and 65 in a city of over 100,000 inhabitants (Figure 4).

Three respondents had experience in using the banking offer for less than 2 years, eight respondents for 2 to 5 years, 25 respondents for 6 to 10 years, 31 respondents for 11 to 15 years, 29 respondents for 16 to 20 years, 19 respondents for 21 to 30 years, five respondents for over 30 years (Figure 5).

Figure 4

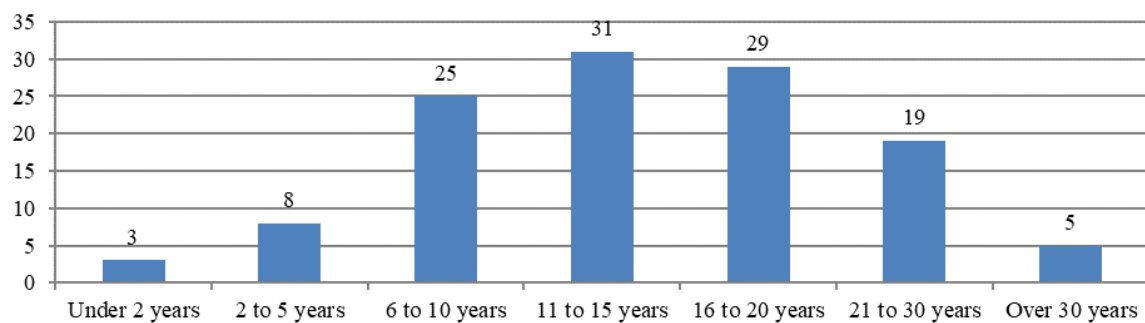
Structure of individual banking sector clients who have not yet used the FinTech sector offer due to their place of residence



Source: own study.

Figure 5

The structure of individual banking sector clients who have not yet used the FinTech sector's offer due to their experience in using the bank's offer

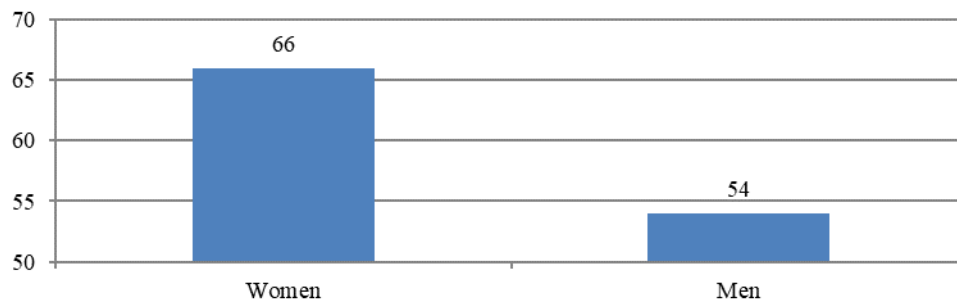


Source: own study.

In the case of the second group of respondents, there were 66 women and 54 men (Figure 6), including one person born in the years 1950–1959, five people in the years 1960–1969, 43 people in the years 1970–1979, 56 people in the years 1980–1989, 13 people in the years 1990–1999 and two in the years 2000–2009 (Figure 7).

Figure 6

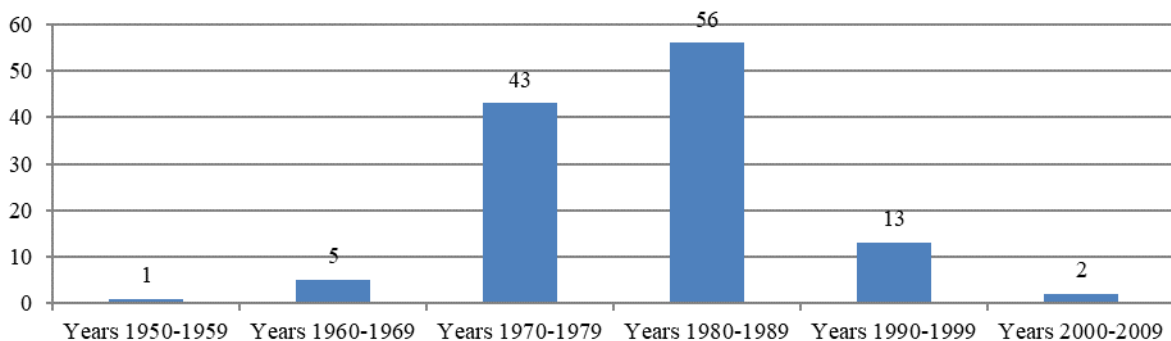
Structure of individual banking sector clients with experience in using the FinTech sector offer by gender



Source: own study.

Figure 7

Structure of individual banking sector clients with experience in using the FinTech sector offer by year of birth



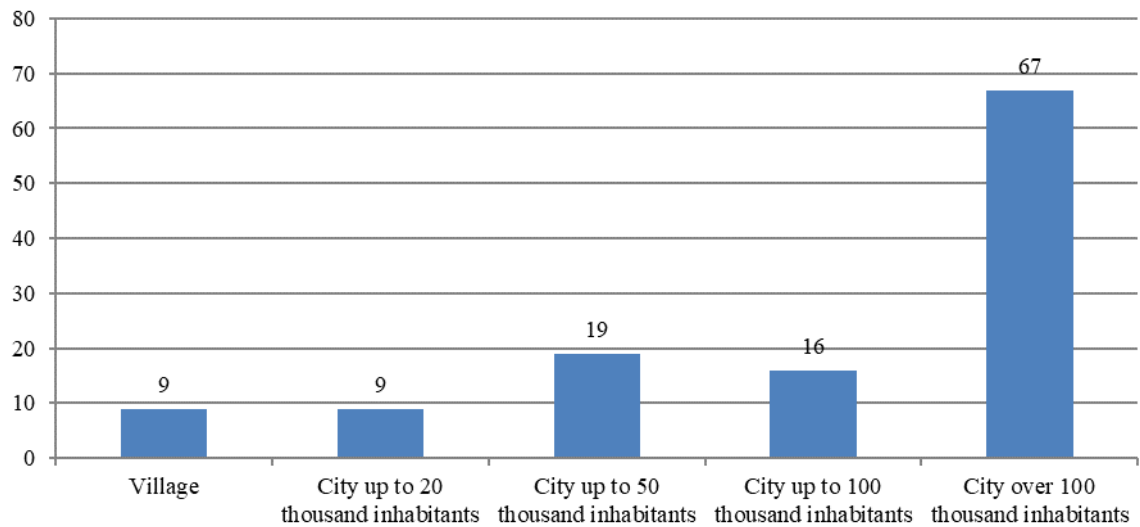
Source: own study.

Nine respondents lived in rural areas, nine in a city of up to 20,000 inhabitants, 19 in a city of up to 50,000 inhabitants, 16 in a city of up to 100,000 inhabitants, and 67 in a city of over 100,000 inhabitants (Figure 8).

Five respondents had experience in using the banking offer for less than 2 years, six respondents for 2 to 5 years, 26 respondents for 6 to 10 years, 38 respondents for 11 to 15 years, 22 respondents for 16 to 20 years, 22 respondents for 21 to 30 years, and one respondent for over 30 years (Figure 9).

Figure 8

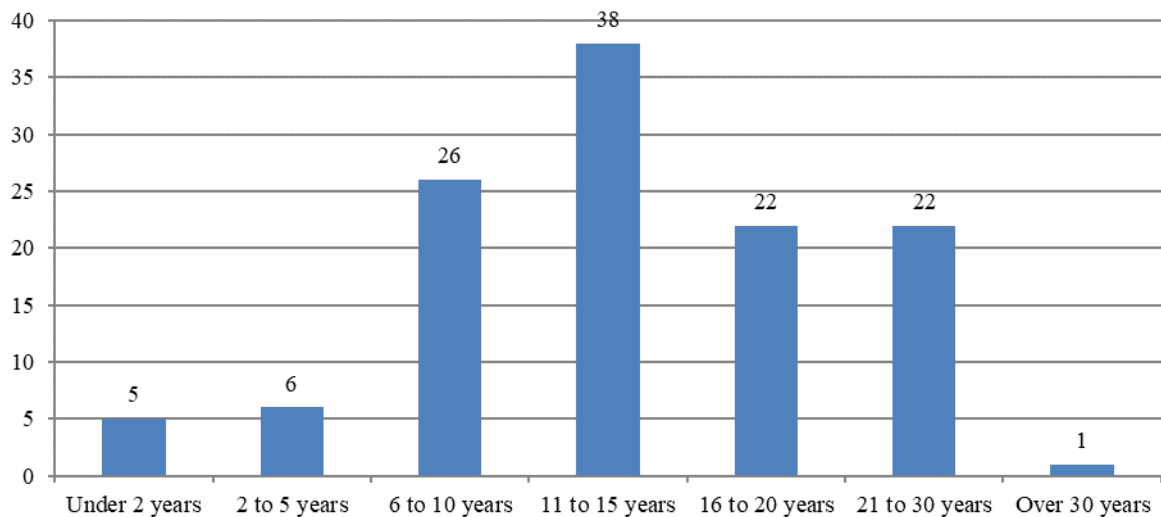
Structure of individual banking sector clients with experience in using the FinTech sector offer by place of residence



Source: own study.

Figure 9

The structure of individual banking sector clients with experience in using the FinTech sector offer due to their experience in using the banks' offer

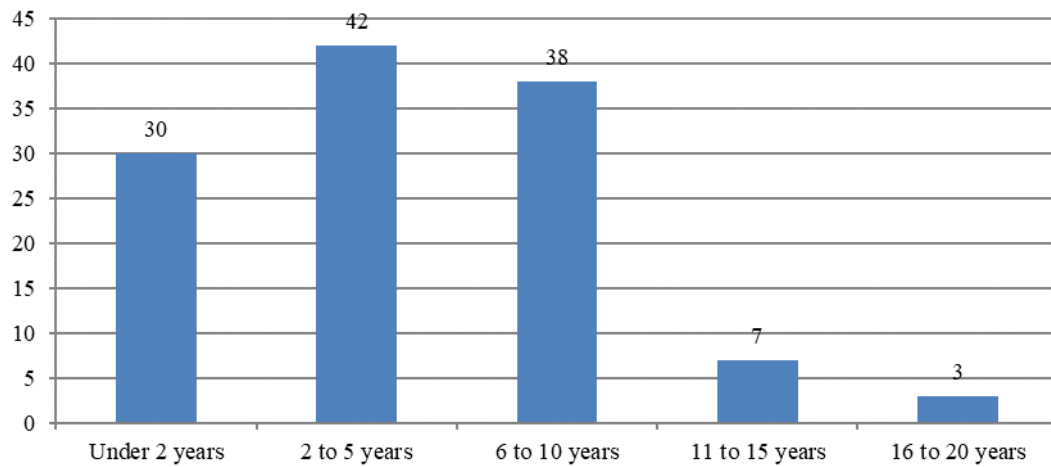


Source: own study.

30 respondents had experience in using the FinTech sector offer for less than 2 years, 42 respondents for 2 to 5 years, 38 respondents for 6 to 10 years, seven respondents for 11 to 15 years, and three respondents for 16 to 20 years (Figure 10).

Figure 10

The structure of individual banking sector clients with experience in using the FinTech sector offer due to their experience in using the banks' offer



Source: own study.

Socio-Cultural Conditions of the Attractiveness of The FinTech Sector Offer

The measurement of which of the surveyed groups (individual clients of the banking sector who have not yet used the offer of the FinTech sector and individual clients of the banking sector who have experience in using the offer of the FinTech sector) rates the importance of socio-cultural conditions for the assessment of the attractiveness of the offer of the FinTech sector more highly was made using a question beginning with the following instruction: *I would now like to know something about your assessment of the impact of the indicated socio-cultural factors on the attractiveness of the FinTech sector's offer. When referring to the statements, please use a scale from -3 to 3, where -3 means that you do not agree with the given statement, and 3 means that you completely agree with it.*

Thus, it was decided that in order to examine the differences in the way the analyzed determinant is perceived by individual banking sector clients who have not used the FinTech sector offer so far and individual banking sector clients who have experience in using the FinTech sector offer, the following statements should be used:

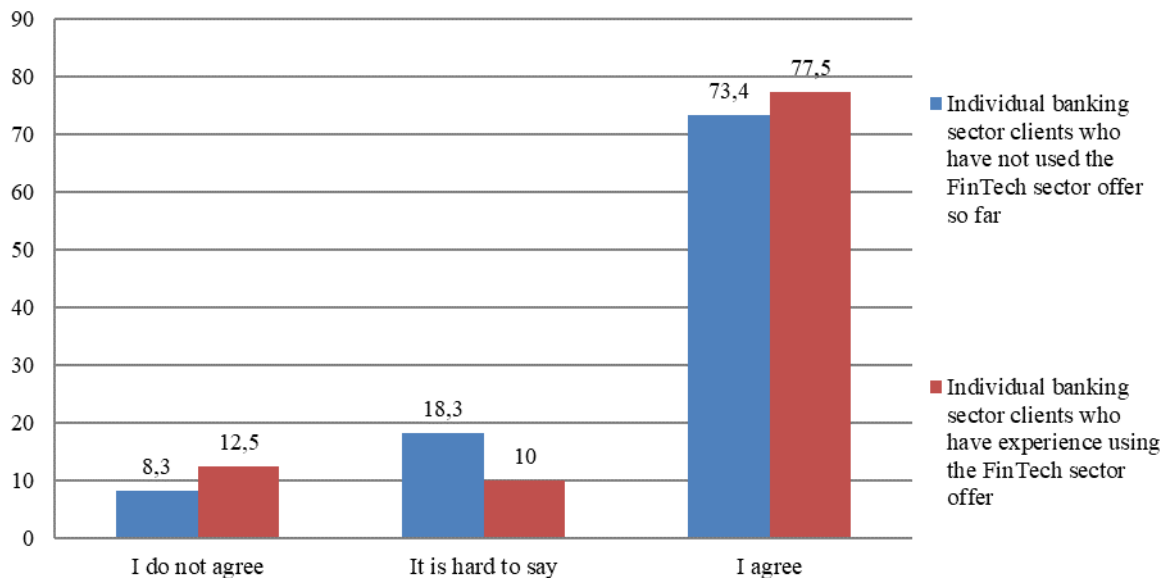
1. *The higher the level of education, the higher the attractiveness rating of the FinTech sector offer.*
2. *The more professionally active the bank client is, the higher the attractiveness rating of the FinTech sector offer.*
3. *The less free time the bank client has, the higher the attractiveness rating of the FinTech sector offer.*
4. *The stronger the bank client's sense of belonging to a selected social group, the higher the attractiveness rating of the FinTech sector offer.*

5. The stronger the bank client's identification with family values, the higher the attractiveness rating of the FinTech sector offer.

In the case of the first statement, the biggest group among both types of respondents were people who agreed with the statement that the higher the level of education, the higher the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer (such an answer was given by 73.4% of individual banking sector clients who had not used the FinTech sector offer so far and 77.5% of individual banking sector clients who had experience in using the FinTech sector offer) – Figure 11. The obtained result may indicate that individual banking sector clients (both those who had not used the FinTech sector offer so far and those who had experience in using the FinTech sector offer) assess the attractiveness of the FinTech entities' offer higher, the higher their level of education. Consequently, it should be assumed that some banking sector clients, with increasing level of education, will be willing to look for an alternative to the banks' offer, and thus become interested in the FinTech sector offer. Interestingly, every tenth individual banking sector customer who has not used the FinTech sector offer so far and almost every fifth (18.3%) individual banking sector customer who has experience in using the FinTech sector offer had no opinion.

Figure 11

Respondents' opinions on whether the higher the level of education, the higher the attractiveness of the FinTech sector offer (in percentage of responses)

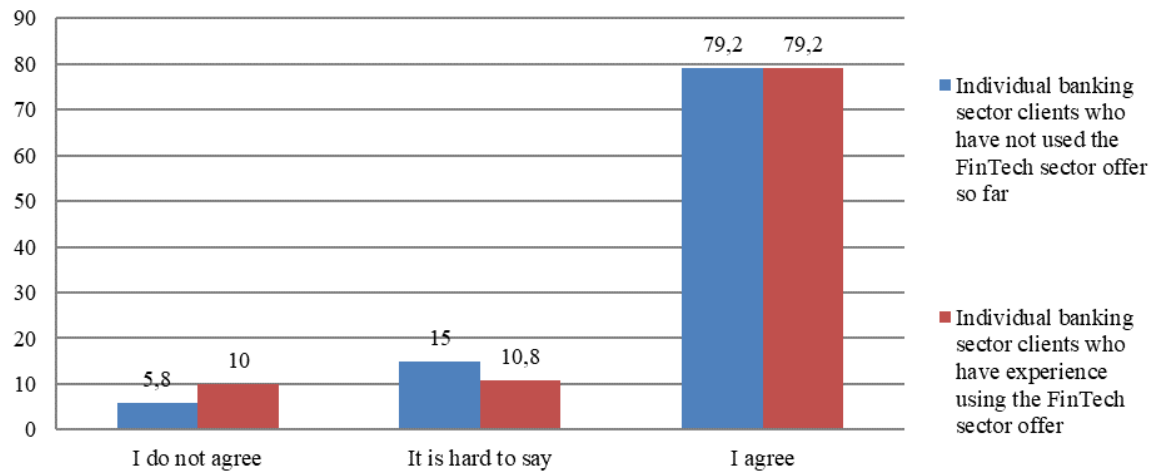


Source: own study.

The majority of respondents in both analyzed groups believe that the more professionally active a bank client is, the higher their assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer – the percentage of respondents in both analyzed groups was 79.2% (Figure 12).

Figure 12

Respondents' opinions on whether the more professionally active a bank client is, the higher their assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer (in percentage of responses)

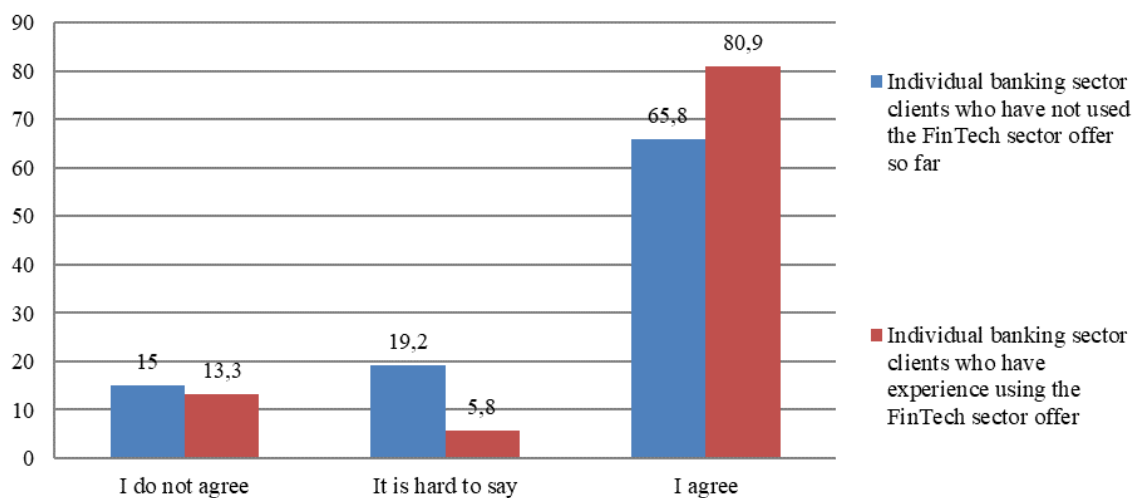


Source: own study.

The majority of respondents in both analyzed groups believe that the less free time a bank customer has, the higher the attractiveness of the FinTech sector offer. It should be noted that more than three times as many individual banking sector customers who have not used the FinTech sector offer so far than individual banking sector customers who have experience in using the FinTech sector offer had no opinion on the analyzed topic (Figure 13).

Figure 13

Respondents' opinions on whether the less free time a bank customer has, the higher their assessment of the attractiveness of the FinTech sector's offer (in percentage of responses)



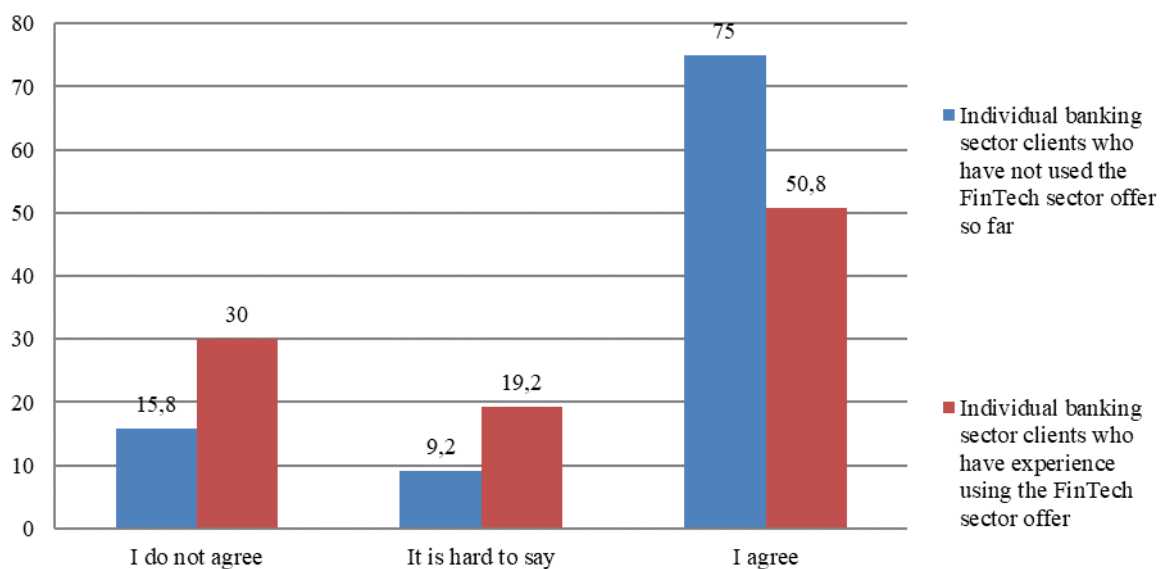
Source: own study.

In the case of the statement that the stronger the sense of belonging of a bank client to a selected social group, the higher the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer, clear differences in the opinions of respondents can be observed. This statement is agreed by 75% of individual clients of the banking sector who have not used the FinTech sector offer so far and slightly more than half of individual clients of the banking sector who have experience in using the FinTech sector offer (50.8% of respondents). It is worth noting that almost every third individual client of the banking sector who has experience in using the FinTech sector offer does not agree with the analyzed statement (30% of respondents) – Figure 14.

In the case of the last of the analyzed statements (The stronger the identification of the bank customer with family values, the higher the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer), there were quite significant differences in the opinions of the respondents. This statement was agreed with by 63.3% of individual banking sector customers who had not used the FinTech sector offer so far. Interestingly, in the case of individual banking sector customers who had experience in using the FinTech sector offer, opposing opinions dominated - 48.3% of respondents did not agree with the analyzed opinion, while 47.5% of respondents from this group had a similar opinion to the presented statement (Figure 15).

Figure 14

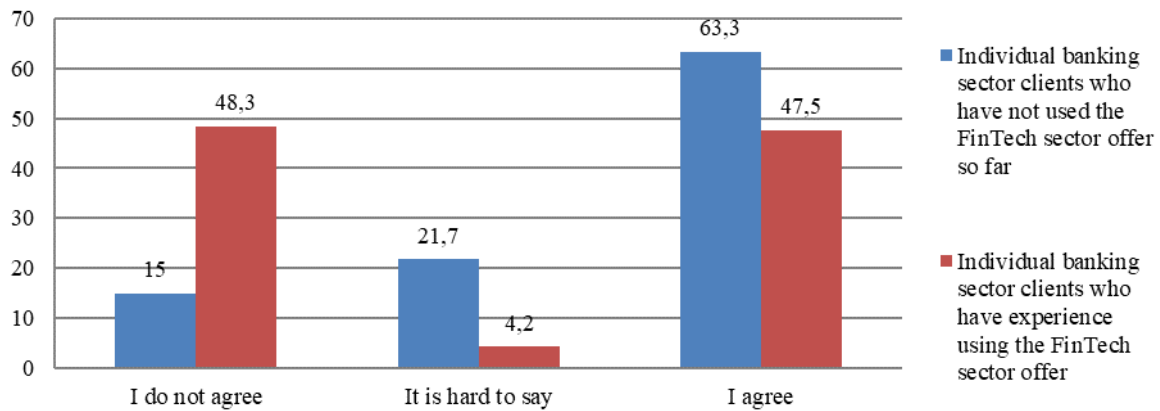
Respondents' opinions on whether the stronger the bank customer's sense of belonging to a selected social group, the higher the attractiveness of the FinTech sector offer (in percentage of responses)



Source: own study.

Figure 15

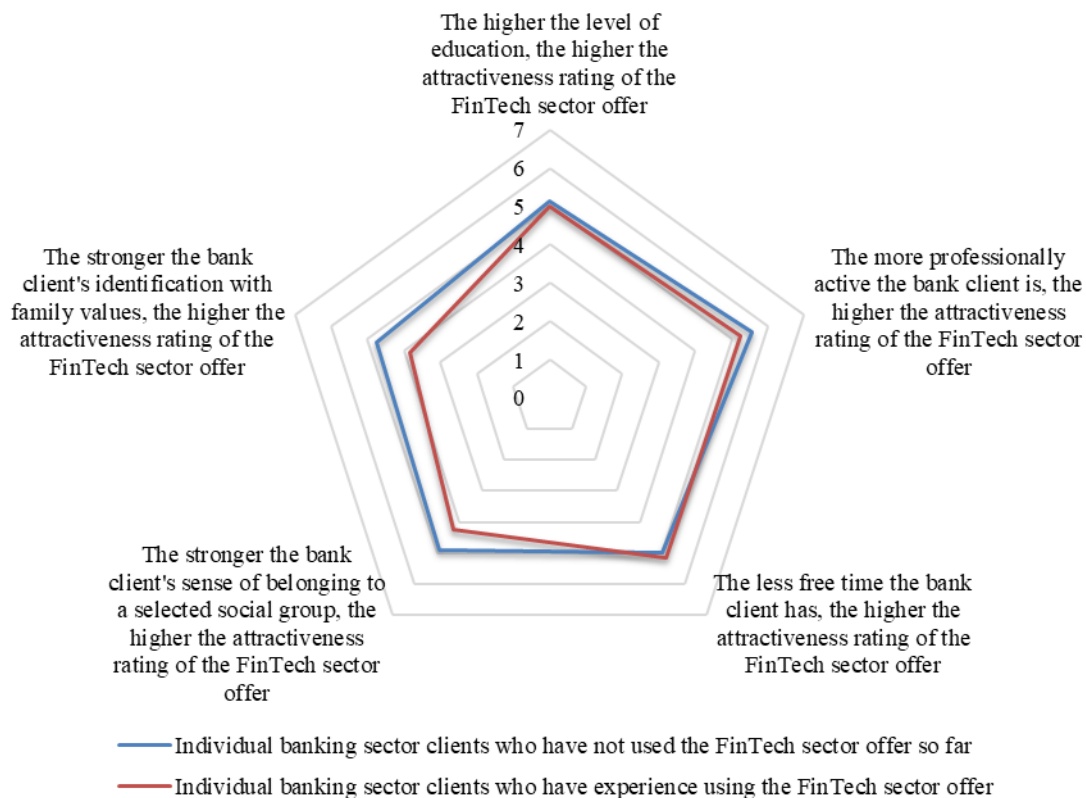
Respondents' opinions on whether the stronger the bank client's identification with family values, the higher the attractiveness of the FinTech sector offer (in percentage of responses)



Source: own study.

Figure 16

Differences in the opinions of individual banking sector customers who have not used the FinTech sector offer so far and individual banking sector customers who have experience in using the FinTech sector offer in terms of socio-cultural conditions (average point values reflecting the scale of responses)



Source: own study.

Referring to the average values, representing the average point value indicated by the surveyed population of individual banking sector clients who have not used the FinTech sector offer so far and individual banking sector clients who have experience in using the FinTech sector offer, it can be seen that the first of the groups cited clearly more often agreed with two statements, i.e., the stronger the bank client's sense of belonging to a selected social group, the higher the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer, and the stronger the bank client's identification with family values, the higher the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer. In the case of responses to the remaining statements, no statistically significant differences were noted (Figure 16).

The statements used allowed for the construction of a variable, which is a collective category illustrating the respondents' opinions on socio-cultural conditions. The newly created variable was named as follows: **the importance of socio-cultural conditions for assessing the attractiveness of the FinTech sector offer**, while the data from the conducted study shows that the scale constructed in this way proved to be reliable. The value of Cronbach's alpha coefficient in the case of individual banking sector clients who had not used the FinTech sector offer so far was $\alpha = 0.889$, while in the case of individual banking sector clients who had experience in using the FinTech sector offer was $\alpha = 0.740$. The subject of the analysis was its average value, ranging from -3 to 3 . The higher it was, the more importance the respondent attributed to socio-cultural conditions for assessing the attractiveness of the FinTech sector offer.

In order to better understand the factors determining the area of socio-cultural conditions, a variance analysis was also conducted in the following part. The aim of this analysis was to explain the probability with which the variable of gender may be the reason for the differences between the observed means for both groups (individual banking sector clients who have not used the FinTech sector offer so far and individual banking sector clients who have experience in using the FinTech sector offer).

Table 1

The average level of importance of socio-cultural conditions for the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer among individual banking sector customers who have not yet used the FinTech sector offer, depending on gender

Gender	N	Mean	Standard deviation	Standard error	95% confidence interval for the mean		Min.	Max.
					Lower	Upper		
Female	63	5,1270	0,83187	,10481	4,9175	5,3365	2,80	7,00
Male	57	4,9965	0,90277	,11957	4,7570	5,2360	2,60	7,00
Total	120	5,0650	0,86507	,07897	4,9086	5,2214	2,60	7,00

Source: own study.

Table 2

Average level of importance of socio-cultural conditions for the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer among individual banking sector customers with experience in using the FinTech sector offer depending on gender

Gender	N	Mean	Standard deviation	Standard error	95% confidence interval for the mean		Min.	Max.
					Lower	Upper		
Female	66	4,6424	0,92255	,11356	4,4156	4,8692	2,00	6,20
Male	54	4,7556	0,84467	,11494	4,5250	4,9861	2,60	6,00
Total	120	4,6933	0,88647	,08092	4,5331	4,8536	2,00	6,20

Source: own study.

Thus, the subject of attention was the significance of socio-cultural conditions for the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer among women and men. To identify differences in this regard, a one-way analysis of variance (ANOVA) was used. The data obtained shows that there are no statistically significant differences between the groups ($p > 0.05$) both in the case of individual banking sector customers who have not used the FinTech sector offer so far and individual banking sector customers who have experience in using the FinTech sector offer (Table 1 and Table 2).

Summary

Due to the growing number of determinants, the decision-making process is becoming increasingly complex. Regardless of the specifics of individual consumer purchasing behaviors, each choice made and all decisions taken are determined by a number of factors, both exogenous and endogenous. Importantly, the impact of each determinant on the way individuals act is varied, but the analyzed factors are interconnected, which means that the decision-making process itself is increasingly multidimensional.

The broad category of consumer decision determinants includes economic, psychological, demographic, marketing and socio-cultural factors. In the context of banking sector clients, including both those who have not used the FinTech sector offer so far and those who are clients of both groups of institutions, the factors listed as last may be of significant importance. From the perspective of financial institutions, the analysis of socio-cultural determinants, related to both the attributes of the individual and the influence of the environment, may allow for a better understanding of the construct of the individual's decision-making process and the identification of those conditions that are of key importance in the decision-making process.

For this reason, an empirical study was conducted on a group of 240 banking sector clients (120 individual banking sector clients who had not used the FinTech sector offer so far and 120 individual

banking sector clients who had experience in using the FinTech sector offer) in order to analyze the significance of socio-cultural conditions for assessing the attractiveness of the FinTech sector offer among the indicated groups of individual banking sector clients.

Based on the conducted survey, it was found that individual banking sector clients who had not used the FinTech sector offer so far were significantly more likely to agree with two statements, i.e., the stronger the bank client's sense of belonging to a selected social group, the higher the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer, and the stronger the bank client's identification with family values, the higher the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer. In the case of responses to the remaining statements, no statistically significant differences were noted.

The result of the analyses conducted in this article is a positive verification of the research hypothesis, according to which the average level of importance of socio-cultural conditions for the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer does not differ in a statistically significant way for individual customers of the banking sector and individual customers of both, the banking sector and the FinTech sector.

Financing

The article was written as part of the research project “Determinants of the attractiveness of the FinTech sector offer for individual bank clients” conducted as part of the EkSocgrant competition co-financed from the Dean’s Reserve at the Faculty of Economics and Sociology of the University of Lodz.

Author's Declaration

The author declares no conflict of interest.

References

- Adamowicz, M., & Krasuska, A. (2016). Komunikacja marketingowa a zachowania nabywców na rynku towarów konsumpcyjnych. *Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy*, 45(1).
<https://doi.org/10.15584/nsawg.2016.1.18>
- Anderson, W. T., & Golden, L. L. (1984). Lifestyle and psychographics: A critical review and recommendation. *Advances in Consumer Research*, 11(1).
- Bartkowiak, P., & Sojkin, B. (2015). Wyznaczniki decyzji zakupowych towarów konsumpcyjnych mieszkańców Poznania i Wielkopolski. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 77(1).
<https://doi.org/10.14746/rpeis.2015.77.1.18>
- Bourdieu, P., & Wacquant, L. (1992). *An Invitation to Reflexive Sociology*. Polity Press.
- Cieloch, G., Kuczyński, J., & Rogoziński, K. (1992). *Czas wolny czasem konsumpcji*. PWE.
- Dąbrowska, A., & Janoś-Kresło, M. (2014). Zachowania zakupowe Polaków w świetle badań własnych. *Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu*, 36.

- Drozdowski, R. (2014). Polska u progu drugiej fazy modernizacji, czyli jak jednocześnie doganiać i uciekać. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 76(2).
<https://doi.org/10.14746/rpeis.2014.76.2.7>
- Garbarski, L. (1998). *Zachowania nabywców*. PWE.
- Janoś-Kresło, M., & Mróz, B. (2006). *Konsument i konsumpcja we współczesnej gospodarce*. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
- Kieźel, E. (Ed.). (2000). *Rynkowe zachowania konsumentów*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach.
- Korneta, P., & Lotko, A. (2021). Determinanty i modele zachowań konsumenta. Wnioski z przeglądu literatury. *Marketing i Rynek*, 9. <https://doi.org/10.33226/1231-7853.2021.9.1>
- Kotler, P. (2005). *Marketing management*. Dom Wydawniczy REBIS.
- Kozłowska, A. (2016). Cele reklamowe. Weryfikacja założeń. *Acta Universitatis Nicolai Copernici. Zarządzanie*, 2. https://doi.org/10.12775/AUNC_ZARZ.2016.023
- Liczmańska, K. (2015). Kluczowe czynniki determinujące zachowania konsumenckie na przykładzie mieszkańców województwa kujawsko-pomorskiego. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu*, 41(2).
<https://doi.org/10.18276/pzfm.2015.41/2-09>
- Maciag, T. J., Slezak, D., & Hepting, D. H. (2006). Consumer modelling in support of interface design. *International Conference on Hybrid Information Technology (ICHIT'06)*, Cheju Island, South Korea.
- Mącik, R. (2016). Style podejmowania decyzji zakupowych a zachowania konsumentów w symulowanych zakupach w środowisku porównywarce cenowej. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 460. <https://doi.org/10.15611/pn.2016.460.14>
- Madeswaran, A. (2015). *Consumer – The Boss (Essentials on consumer behaviour and marketing strategies)*. Archers & Elevators Publishing House.
- Morawiak, A. (2015). Społeczeństwo konsumpcyjne a zrównoważony rozwój konsumpcji. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 414.
<https://doi.org/10.15611/pn.2015.414.22>
- Rajan, A. P., Sammansu, J. M., & Suresh, S. (2021). Consumer buying behaviour. *International Journal for Science and Advance Research in Technology (IJSART)*, 7(7).
- Roy, P., & Datta, D. (2022). Theory and models of consumer buying behaviour: A descriptive study. *Parishodh Journal*, XI(VIII). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4205489>
- Witek, L. (2007). *Merchandising. W małych i dużych firmach handlowych*. C. H. Beck.
- Zalega, T. (2012). *Konsumpcja*. PWE.
- Zjawin, J. (2018). Zachowania zakupowe pokoleń konsumentów w świetle rozwoju technologii. *Marketing i Zarządzanie*, 3(53). <https://doi.org/10.18276/miz.2018.53-20>
- Żelazna, K., Kowalczyk, I., & Mikuta, B. (2002). *Ekonomika konsumpcji. Elementy teorii*. Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego.

ZNACZENIE CZYNNIKÓW SPOŁECZNO-KULTUROWYCH JAKO DETERMINANT WARUNKUJĄCYCH ATRAKCYJNOŚĆ OFERTY SEKTORA FINTECH DLA KLIENTÓW INDYWIDUALNYCH BANKÓW

STRESZCZENIE

Cel artykułu. Celem niniejszej publikacji jest prezentacja wyników badań uwarunkowań o charakterze społeczno-kulturowym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech wśród klientów indywidualnych sektora bankowego oraz sektora bankowego i sektora FinTech.

W artykule postawiono następującą hipotezę: średni poziom znaczenia uwarunkowań o charakterze społeczno-kulturowym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech nie różni się w sposób istotny statystycznie dla klientów indywidualnych sektora bankowego i klientów indywidualnych sektora bankowego oraz sektora FinTech.

Metodyka. W celu weryfikacji przyjętej hipotezy oraz realizacji celu niniejszej publikacji przeprowadzono 240 wywiadów PAPI (bezpośrednich indywidualnych wywiadów kwestionariuszowych) wśród klientów sektora bankowego, przy czym należy wskazać, iż w badaniu, ze względu na zachowanie reprezentatywności prowadzonych badań, uczestniczyło:

- 120 klientów indywidualnych sektora bankowego, dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech.
- 120 klientów indywidualnych sektora bankowego, mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech.

Badanie kwestionariuszowe zostało poprzedzone wywiadami pogłębionymi z ekspertami, będącymi przedstawicielami środowiska naukowego zajmującymi się zawodowo badaniem sposobu funkcjonowania przedsiębiorstw FinTech oraz właścicielami i współwłaścicielami podmiotów gospodarczych należących do sektora FinTech.

Wyniki badania. Na podstawie przeprowadzonego badania stwierdzono, iż klienci indywidualni sektora bankowego, dotychczas niekorzystający z oferty sektora FinTech wyraźnie częściej zgadzali się z dwoma stwierdzeniami, tj. im silniejsze jest poczucie przynależności klienta banku do wybranej grupy społecznej, tym wyższa ocena atrakcyjności oferty sektora FinTech oraz im silniejsza jest identyfikacja klienta banku z wartościami rodzinnymi, tym wyższa ocena atrakcyjności oferty sektora FinTech. W przypadku odpowiedzi na pozostałe stwierdzenia nie odnotowano różnic istotnych statystycznie. Rezultatem analiz przeprowadzonych w niniejszym artykule jest pozytywna weryfikacja hipotezy badawczej, w myśl której średni poziom znaczenia uwarunkowań o charakterze społeczno-kulturowym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech nie różni się w sposób istotny statystycznie dla klientów indywidualnych sektora bankowego i klientów indywidualnych sektora bankowego oraz sektora FinTech.

Słowa kluczowe: bank, fintech, oferta, decyzje zakupowe, uwarunkowania atrakcyjności.

Kody JEL: G21, G23, G29, D81, D91.

Received: 03.01.2025
Accepted: 25.03.2025
Available online: 31.03.2025



Funding information: Not applicable. **Conflicts of interests:** None. **Ethical considerations:** The Author assures of no violations of publication ethics and takes full responsibility for the content of the publication.

UWOLNIENIE OD DŁUGU POPRZEC UPADŁOŚĆ KONSUMENCKĄ

Paweł Nowak*

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.45.08>

DISCHARGE OF DEBT THROUGH CONSUMER BANKRUPTCY

ABSTRACT

The purpose of the article. The purpose of the article is to assess the legal situation of the consumer debtor from the point of view of achieving the primary goal of bankruptcy proceedings, which is debt relief. The article presents the circumstances that a consumer applicant should take into account so that the risk of not being discharged from debt does not materialize.

Methodology. The article is based on an analysis of the content of legal acts, the position of doctrine and studies of the literature on the subject.

Results of the research. The conclusions of the article apply to consumer bankruptcy proceedings as a whole. The analysis shows that there is an evolution of the consumer bankruptcy model towards a liberal model, creating easy access to this institution. However, the liberalization of bankruptcy law has not completely eliminated the risk of declaring bankruptcy without achieving the consumer applicant's goal of debt relief. The regulations require the court to check whether equitable or humanitarian considerations will be violated in issuing an order refusing to establish a plan for repayment of creditors, or remitting the bankrupt's liabilities without establishing a plan for repayment of creditors, or conditionally remitting the bankrupt's liabilities without establishing a plan for repayment of creditors. This rigor is a fairly strong safeguard for the debtor's consumer against the risk of not being discharged of the debt but does not provide certainty.

Keywords: consumer bankruptcy, consumer protection, consumer rights, debt.

JEL Class: G21, D18.

* Dr, Instytut Prawa, Ekonomii i Administracji, Uniwersytet Komisji Edukacji Narodowej w Krakowie, <https://orcid.org/0000-0002-8160-242X> Corresponding Author. E-mail: pawel.nowak@uken.krakow.pl

Uwolnienie od długu poprzez upadłość konsumencką

Problem długu wciąż narasta. Stanowi on splot przyczyn o charakterze kulturowym, cywilizacyjnym, ekonomicznym, technologicznym, regulacyjnym i społecznym (Byłok, 2016; Dąbrowska, 2015). Bieżąca konsumpcja dominuje nad perspektywicznym myśleniem, którego przejawem jest planowe oszczędzanie. Rynek kredytowy został zdominowany przez nieprofesjonalnych uczestników (konsumentów), nie mających kompetencji do podejmowania trudnych decyzji finansowych (Monkiewicz & Monkiewicz, 2015; Małecki, 2014). Konsekwencją tego zjawiska jest sytuacja, w której około 2,7 mln Polaków boryka się z przeterminowanymi długami (Raport InfoDług... 2024). Większość możliwych do podjęcia działań naprawczych w przypadku osób mających problemy z terminową obsługą długu sprowadza się do restrukturyzacji zadłużenia dla zapewnienia „zrównoważonej kontynuacji” lub do upadłości konsumenckiej i umożliwienia „nowego startu” (Świecka, 2008).

Celem artykułu jest ocena sytuacji prawnej dłużnika konsumenta z punktu widzenia osiągnięcia podstawowego celu postępowania upadłościowego jakim jest oddłużenie. Artykuł przedstawia okoliczności, które powinien wziąć pod uwagę wnioskodawca konsument na etapie składania wniosku o upadłość, aby ryzyko w postaci braku uwolnienia od długu się nie zmaterializowało.

Ewolucja konsumenckiego prawa upadłościowego

Postępowanie upadłościowe wobec osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej, określane mianem upadłości konsumenckiej, zostało wprowadzone do polskiego porządku prawnego ustawą z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy – Prawo upadłościowe i naprawcze oraz ustawy o kosztach sądowych w sprawach cywilnych (Dz.U. 2008, nr 234, poz. 1572) (przepisy weszły w życie 31 marca 2009 r.). Nowelizując ustawę z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe (tj. Dz.U. 2024, poz. 794), dodano nową instytucję w postaci ogłoszenia upadłości przez osobę fizyczną nieprowadzącą działalności gospodarczej. Poszerzenie prawa upadłościowego o upadłość konsumencką wynikało z potrzeby wdrożenia dyrektywy unijnej. Jednak rygorystyczne wymagania zawarte w ustawie sprawiły, że przepisy o upadłości konsumenckiej stały się praktycznie niefunkcjonalne. Corocznie do 2014 r. ogłaszano tylko kilkanaście upadłości i tendencja ta była malejąca (Nowak, 2017).

Istotne zmiany w upadłości konsumenckiej zostały wprowadzone ustawą z dnia 29 sierpnia 2014 r. o zmianie ustawy – Prawo upadłościowe i naprawcze, ustawy o Krajowym Rejestrze Sądowym oraz ustawy o kosztach sądowych w sprawach cywilnych (Dz.U. 2014, poz. 1306) oraz ustawą z dnia 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015, poz. 978). Nowelizacja stworzyła łatwiejszy dostęp do upadłości, który m.in. wynikał z wprowadzenia bardziej korzystnych dla dłużnika zasad kwalifikacji przyczyn, które są podstawą przyjęcia przez sąd wniosku. Pod rządami ustawy z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy – Prawo upadłościowe i naprawcze oraz ustawy o kosztach

sądowych w sprawach cywilnych, sąd mógł przyjąć wniosek o upadłość tylko w wyjątkowych przypadkach, gdy przyczyna upadłości była niezależna od dłużnika. Pod rządami ustawy z dnia 29 sierpnia 2014 r. o zmianie ustawy – Prawo upadłościowe i naprawcze, ustawy o Krajowym Rejestrze Sądowym oraz ustawy o kosztach sądowych w sprawach cywilnych (Dz.U. 2014, poz. 1306) sąd nie mógł oddalić wniosku o upadłość, chyba że stan niewypłacalności wynikał z działań umyślnych lub był następstwem rażącego niedbalstwa ze strony dłużnika konsumenta. W 2014 roku mieliśmy do czynienia z 32 przypadkami, a już w 2015 r. było ponad 2150 ogłoszeń upadłości, gdzie do sądu wpłynęło 5 616 spraw.

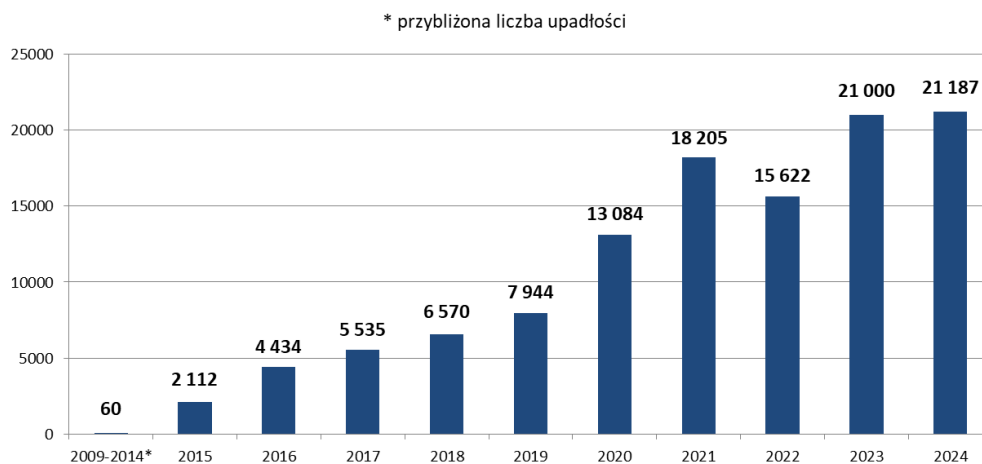
30 sierpnia 2019 roku miała miejsce kolejna nowelizacja Prawa upadłościowego. 24 marca 2020 roku weszła w życie większość przepisów ustawy z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy – Prawo upadłościowe oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2019, poz. 1802). W aktualnym stanie prawnym, aby ogłosić upadłość, sąd nie musi badać moralności finansowej dłużnika (Adamus, 2015). Istnieją tylko dwie przesłanki o charakterze pozytywnym, które muszą być spełnione, mianowicie: niewypłacalność i bycie osobą fizyczną nieprowadzącą działalności gospodarczej. Doszliśmy do momentu w którym niewypłacalność umyślna lub nieumyślna nie zamyka drogi do upadłości konsumenckiej i oddłużenia. Obecnie prawie każde wystąpienie do sądu o stwierdzenie upadłości przez dłużnika kończy się jej ogłoszeniem, a sąd rozstrzyga, czy i przez jak długi okres, dłużnik będzie spłacał zobowiązania. W ten sposób ustawodawca otworzył upadłość dla szerokiego grona dłużników (Kozub, 2019). Zmiana przepisów upadłościowych doprowadziła do zmiany modelu upadłości z modelu umiarkowanego na liberalny (Lager, 2020).

Od 1 stycznia 2015 roku do 24 marca 2020 roku połowa wniosków o upadłość była oddalana. Wymogiem ogłoszenia upadłości była bowiem przesłanka, aby była ona niezawiniona przez dłużnika (Piłat, 2019). **Wina umyślna**, a więc umyślność działania może mieć miejsce wówczas, gdy dana osoba działa w świadomym zamiarze (*dolus directus*) lub czyni to w zamiarze ewentualnym, tzn. przewidując taką możliwość, godzi się na nią (*dolus eventualis*). **Wina nieumyślna** może przybrać formę **lekkomyślności** (tzn. dana osoba ma wyobrażenie co do skutku dokonania naruszenia, niemniej bezpodstawnie przypuszcza, że go uniknie) lub **niedbalstwa** (tzn. dana osoba nie ma wyobrażenia co do skutku swego działania pomimo tego, że mogła i powinna była je mieć). Konsekwencją liberalizacji konsumenckiego prawa upadłościowego jest rosnąca szybko liczba upadłości (zob. rysunek 1).

W 2021 r. ogłoszono upadłość konsumencką w stosunku do 18 205 osób. Był to wzrost o 39,14% w stosunku do roku poprzedniego. Od 1 stycznia 2015 r., gdy zmieniono przepisy regulujące upadłość konsumencką, do końca 2023 r., łącznie ogłosiło ją 115 693 osób. Wzrost liczby upadłości konsumenckiej jest: po pierwsze, wynikiem liberalizacji prawa upadłościowego, która otworzyła drogę do ogłoszenia bankructwa dłużnikom, którzy poprzez zaniedbanie lub umyślnie doprowadzili do niewypłacalności. Po drugie, efekt zmian przesunął się w czasie, co doprowadziło do kumulacji spraw w sądach. Przyczyną była pandemia i spowodowane przez nią zatory w procedurze.

Rysunek 1

Liczba upadłości konsumenckich w Polsce w latach 2009–2024



Source: opracowanie własne na podstawie COIG, 2025.

Należy mieć na względzie, że ogłoszenie upadłości nie oznacza uwolnienia od długu. Zazwyczaj sąd wydaje postanowienie o ustaleniu planu spłaty wierzycieli na końcu postępowania po zakończeniu działań syndyka. Rzadko dochodzi do sytuacji w której sąd wydaje postanowienie o umorzeniu zobowiązań upadłego bez ustalenia planu spłaty wierzycieli lub warunkowym umorzeniu zobowiązań upadłego bez ustalenia planu spłaty wierzycieli. Plan spłaty wierzycieli ma przede wszystkim charakter wychowawczy, a nie windykacyjny.

Ponadto niektóre długi nie ulegną umorzeniu. Należą do nich długi wynikające z alimentów, renty, odszkodowania za wywołanie choroby, niezdolności do pracy, zasądzone grzywny i zadośćuczynienia, a także długi wynikające z przestępstwa.

Charakter upadłości konsumenckiej

Upadłość konsumencka jest odrębnym postępowaniem upadłościowym, któremu poświęcony został tytuł V (art. 491¹ – 491²⁴) prawa upadłościowego. Upadłość konsumencka to specjalna procedura sądowa pozwalająca na oddłużenie osób, które przestały radzić sobie ze spłatą zobowiązań.

Upadłość konsumencka ma służyć uwolnieniu się od długu. Jest ostatecznym rozwiązaniem za pomocą którego dłużnik może wyjść z długu. Stworzona została dla osób, które są niewypłacalne, **czyli niebędące w stanie regulować swoich zobowiązań od co najmniej 3 miesięcy**. Konsekwencje upadłości są bardzo poważne dla dłużnika, ponieważ w wyniku upadłości dłużnik traci cały swój majątek (ruchomości i nieruchomości). Syndyk nie zajmuje tylko przedmiotów, które są niezbędne do życia dłużnika oraz jego rodziny. Łatwiejszy dostęp do upadłości powinien skłaniać wierzycieli do ostrożniejszego zawierania umów.

Upadłość konsumencka to proces zarezerwowany dla konsumentów, czyli osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej oraz nie pozostających w spółce. Z upadłości konsumenckiej nie będą mogły skorzystać osoby fizyczne będące wspólnikami albo komandytariuszami w spółkach jawnych, partnerskich, komandytowych i komandytowo-akcyjnych. Sąd może oddalić wniosek lub umorzyć postępowanie między innymi wtedy, gdy dłużnik jest akcjonariuszem lub komandytariuszem odpowiadającym także za długi spółki. Wniosek o upadłość konsumencką mogą teraz także złożyć osoby prowadzące jednoosobową działalność gospodarczą. Przedsiębiorca, który zamknie działalność gospodarczą może starać się o upadłość na prawach konsumenta. Po wykreśleniu z CEIDG osoba taka zyskuje status konsumenta i może złożyć wniosek o upadłość konsumencką.

Upadłość konsumencka ma charakter likwidacyjny tzn. polega na likwidacji (spieniężeniu) majątku upadłego. W wyniku upadłości dłużnik konsument traci cały swój majątek. Ogłoszenie upadłości pozbawia go możliwości zarządzania i kontroli nad własnym majątkiem, i oznacza oddanie majątku w zarząd syndyka. Zdecydowanie się na ogłoszenie upadłości ma sens tylko w szczególnych sytuacjach, np. w przypadku utraty kontroli nad sytuacją finansową, zaciągnięcia zobowiązań znacznie przewyższających możliwość ich spełnienia na ustalonych warunkach, czy też trudnej sytuacji życiowej, np. poważnej choroby. Upadłość konsumencka jest szczególnie atrakcyjna dla dłużników bez majątku i dochodu. W takich przypadkach postępowanie upadłościowe trwa krótko i nie wymaga wysokiej „ofiary” w postaci utraconego majątku. Również wtedy, gdy upadły nie uzyskuje dochodów, albo uzyskuje dochody w wysokości nieprzekraczającej minimalnego wynagrodzenia korzyści z upadłości są dla dłużnika większe. Przed nowelizacją w 2008 r. upadły musiał mieć środki, które byłyby wystarczające na opłacenie syndyka. Obecnie nie jest to konieczne, ponieważ koszty te mogą być pokryte z budżetu państwa. Brak majątku dłużnika nie skutkuje oddaleniem wniosku o ogłoszenie upadłości konsumenckiej, tak jak to się dzieje w przypadku upadłości przedsiębiorcy, bowiem celem wiodącym konsumenckiego postępowania upadłościowego jest oddłużenie i możliwość „nowego początku”.

Zasady postępowania upadłościowego

Postępowanie upadłościowe składa się z 3 etapów. Są one następujące:

I etap: Wydanie postanowienia przez sąd o ogłoszeniu upadłości (zazwyczaj trwa 3 miesiące od złożenia wniosku).

Przed ogłoszeniem upadłości sąd sprawdza, czy nie doszło do wyzbycia się majątku z pokrzywdzeniem wierzycieli. W myśl treści art. 491⁴ ust. 2 pkt. 4 prawa upadłościowego, sąd oddala wniosek o ogłoszenie upadłości, jeżeli w okresie dziesięciu lat przed dniem złożenia wniosku czynność prawna dłużnika została prawomocnie uznana za dokonaną z pokrzywdzeniem wierzycieli. Przepisy dotyczące uznawania za bezskuteczne wobec wierzyciela czynności prawnych dokonanych przez dłużnika, czyli tzw. skarga pauliańska (*actio pauliana*), zawarte są w art. 527–534 Kodeksu cywilnego

z dnia 23 kwietnia 1964 r. (tj. Dz.U. 2024, poz. 1061). Prawo do skorzystania ze skargi pauliańskiej przysługuje wierzycielowi przez 5 lat, licząc od dnia, w którym osoba zadłużona dokonała czynności z pokrzywdzeniem wierzyciela. Po upływie tego czasu, wierzyciel traci możliwość jej wniesienia.

II etap: Postępowanie upadłościowe właściwe (z udziałem syndyka). Polega na likwidacji majątku osoby ogłaszającej upadłość (syndyk sporządza listę wierzycieli i dokonuje sprzedaży majątku dłużnika). Ten etap może trwać nawet 1,5 roku.

III etap: Wydanie postanowienia o ustaleniu planu spłaty wierzycieli albo umorzeniu zobowiązań upadłego bez ustalenia planu spłaty wierzycieli lub warunkowym umorzeniu zobowiązań upadłego bez ustalenia planu spłaty wierzycieli. Sąd ustala plan spłaty na okres 1, 2 lub 3 lat, przez który osoba upadła wnosi określoną kwotę na rzecz niespłaconych zobowiązań (w przypadku osób, które do zadłużenia doprowadziły w sposób celowy, okres ten może wynosić nawet 7 lat). Powody wystąpienia upadłości są badane przez sąd dopiero na tym etapie.

Postępowanie upadłościowe, obejmujące wszystkie etapy, trwa zazwyczaj około 5 lat od daty złożenia wniosku do sądu. Oznacza to, że upadłość konsumencka jest procesem długotrwałym, natomiast poprawa sytuacji finansowej dłużnika może nastąpić szybciej. Ogłoszenie upadłości przerywa bowiem bieg czynności komorniczych i windykacyjnych. Powoduje również, że dług przestaje rosnąć. Postępowanie z umorzeniem zobowiązań upadłego bez ustalenia planu spłaty wierzycieli może trwać o wiele krócej. Sąd umorzy zobowiązania dłużnika, jeśli jego sytuacja jest ciężka i uniemożliwia dokonywania spłat. Prawomocność postanowienia sądu o ustaleniu planu spłaty wierzycieli albo umorzeniu zobowiązań upadłego bez ustalenia planu spłaty wierzycieli lub warunkowym umorzeniu zobowiązań upadłego bez ustalenia planu spłaty wierzycieli prowadzi do zakończenia postępowania upadłościowego. Oznacza odzyskanie przez upadłego uprawnień do majątku, kończy się także rola syndyka.

Ryzyko braku uwolnienia od długu

Upadły ponosi ryzyko nie uzyskania korzyści z tytułu postępowania upadłościowego w przypadku wydania przez sąd postanowienia o odmowie ustalenia planu spłaty wierzycieli albo umorzeniu zobowiązań upadłego bez ustalenia planu spłaty wierzycieli lub warunkowym umorzeniu zobowiązań upadłego bez ustalenia planu spłaty wierzycieli. Oznacza to, że sytuacja finansowa dłużnika w wyniku postępowania upadłościowego może nie ulec poprawie.

Zgodnie z aktualnym stanem prawnym sąd nie bada moralności finansowej dłużnika na etapie rozpoznawania wniosku o upadłość. Badania tego dokonuje dopiero na trzecim etapie, rozstrzygając o planie spłaty wierzycieli. Oznacza to przesunięcie ryzyka nieosiągnięcia celu przez wnioskodawcę konsumenta w postaci braku uwolnienia od długu na późniejszy etap. Zgodnie z art. 491^{14a} (Postanowienie o odmowie ustalenia planu spłaty wierzycieli) ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe (tj. Dz.U. 2024, poz. 794) sąd może wydać postanowienie o odmowie ustalenia planu

splaty wierzycieli albo umorzenia zobowiązań upadłego bez ustalenia planu splaty wierzycieli lub warunkowego umorzenia zobowiązań upadłego bez ustalenia planu splaty wierzycieli, jeżeli upadły doprowadził do swojej niewypłacalności lub istotnie zwiększył jej stopień w sposób celowy, w szczególności przez trwonienie części składowych majątku oraz celowe nieregulowanie wymagalnych zobowiązań, chyba że na przeszkodzie ku wydaniu postanowienia o odmowie stoją względy słuszności lub względy humanitarne. Istnieje w związku z tym ryzyko, które oznacza możliwość zaistnienia sytuacji w której dłużnik konsument nie uwolni się od długu po czynnościach syndyka. Wówczas wydanie postanowienia o odmowie ustalenia planu splaty wierzycieli albo umorzenia zobowiązań upadłego bez ustalenia planu splaty wierzycieli lub warunkowego umorzenia zobowiązań upadłego bez ustalenia planu splaty wierzycieli oznacza w istocie brak uwolnienia od długu.

Ryzyko wydania postanowienia o odmowie ustalenia planu splaty wierzycieli albo umorzenia zobowiązań upadłego bez ustalenia planu splaty wierzycieli lub warunkowego umorzenia zobowiązań upadłego bez ustalenia planu splaty wierzycieli jest jednak niewielkie. Podstawą wydania takiego postanowienia jest działanie dłużnika mające na celu znalezienie się w stanie niewypłacalności. Wykładnia tego przepisu nawiązuje do koncepcji winy umyślnej w prawie karnym. Celowe działanie dłużnika tożsame jest z winą umyślną w zamiarze bezpośrednim (*dolus directus*), tj. sytuacją w której niewypłacalność lub jej pogłębienie stanowiło główną motywację działania dłużnika i jego działanie było ukierunkowane, aby taki skutek osiągnąć. Wobec powyższego należy uznać, iż obecnie rozstrzygnięcie w przedmiocie odmowy ustalenia planu splaty będzie zapadać niezwykle rzadko, tylko w sytuacji, gdy z akt sprawy będzie wprost wynikać, iż dłużnik celowo podejmował działania, aby stać się niewypłacalny (Piłat, 2019).

Ponadto na przeszkodzie wydania postanowienia o odmowie ustalenia planu splaty wierzycieli albo umorzenia zobowiązań upadłego bez ustalenia planu splaty wierzycieli lub warunkowego umorzenia zobowiązań upadłego bez ustalenia planu splaty wierzycieli, stoją względy słuszności i względy humanitarne, które sąd musi brać pod uwagę. Względy słuszności oraz względy humanitarne to pojęcia nieostre, nie mające jednolitej interpretacji. Tworzą razem klauzulę rozsądku. Względy słuszności to podstawowe, pierwotne normy moralne oraz obyczajowe będące wyrazem wrodzonego poczucia sprawiedliwości. Są to zasady prawidłowego postępowania, powszechnie przyjęte w społeczeństwie. Sąd bada tu niejako otoczenie, w którym przyszło działać dłużnikowi i ocenia jego celowe doprowadzenie do niewypłacalności.

Względy humanitarne to okoliczności dotyczące bezpośrednio osoby dłużnika, odnoszące się do jego godności. Sąd bada, czy „kara” w postaci wydania postanowienia o odmowie ustalenia planu splaty wierzycieli albo umorzenia zobowiązań upadłego bez ustalenia planu splaty wierzycieli lub warunkowego umorzenia zobowiązań upadłego bez ustalenia planu splaty wierzycieli nie będzie nazbyt dotkliwa dla dłużnika, czy nie pozbawia dłużnika godności.

Podsumowanie

Zmiany w konstrukcji upadłości konsumenckiej łagodzą kryteria, które muszą być spełnione, aby konsument uwolnił się od długu. W świetle obowiązujących przepisów istnieje cały czas ryzyko, że postępowanie upadłościowe nie uwolni konsumenta od długu. Dlatego wymaga to na etapie składania wniosku o ogłoszenie upadłości doskonałego rozpoznanie okoliczności jakie miały miejsce i doprowadziły do niewypłacalności.

Należy także pamiętać, że upadłość jest rozwiązaniem ostatecznym, mającym bardzo poważne materialne i pozamaterialne konsekwencje dla upadłego, z których konsumenci mogą sobie nie zdawać sprawy. Powoduje utratę przez upadłego majątku i stanowi duże obciążenie ekonomiczne i pozaekonomiczne. Niezbędne są zatem działania prewencyjne oparte na rozwijaniu edukacji finansowej, mającej na celu poprawę świadomości finansowej niezbędnej do radzenia sobie we współczesnym świecie.

Deklaracja Autora

Autor zgłasza brak konfliktu interesów.

Bibliografia

- Adamus, R. (2015). *Nowa upadłość konsumencka. Poradnik praktyczny*. Difin.
- Byłok, F. (2016). Meandry konsumpcji we współczesnym społeczeństwie: Konsumpcjonizm versus de konsumpcja. *Annales. Etyka w Życiu Gospodarczym*, 19(1).
- COIG [Centralny Ośrodek Informacji Gospodarczej]. (2025). https://www.coig.com.pl/2024-upadlosc-konsumencka_grudzien.php
- Dąbrowska, A. (2015). Postawy polskich konsumentów – od konsumpcjonizmu do zrównoważonej konsumpcji. *Handel Wewnętrzny*, 355.
- Kodeks cywilny z dnia 23 kwietnia 1964 r., tj. Dz.U. 2024, poz. 1061.
- Kozub, G. (2019). Przegląd najważniejszych zmian w zakresie upadłości konsumenckiej przyjętych ustawą z 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy – prawo upadłościowe i niektórych innych ustaw. *Doradca Restrukturyzacyjny*, 18.
- Lager, M. (2020). Liberalizacja przepisów dotyczących upadłości. *Folia Iuridica Universitatis Wratislaviensis*, 9(1).
- Malecki, W. (2014). Przeciwdziałanie procykliczności sektora bankowego. *Gospodarka Narodowa*, 4(272).
- Monkiewicz, J., & Monkiewicz, M. (2015). Tendencje rozwoju ochrony konsumentów na rynku ubezpieczeniowym. *Rozprawy Ubezpieczeniowe*, 18.
- Nowak, P. (2017). Perspektywy upadłości konsumenckiej w Polsce w kontekście zmian ekonomiczno-prawnych. *Prace Komisji Geografii Przemysłu Polskiego Towarzystwa Geograficznego*, 31(3).

- Piłat, W. (2019). Celowo, umyślnie czy skutek rażącego niedbalstwa – kilka uwag o doprowadzeniu do swojej niewypłacalności. *Doradca Restrukturyzacyjny*, 18.
- Raport InfoDług: Mamy w Polsce tylu niesolidnych dłużników, ilu łącznie mieszkańców Warszawy i Wrocławia. (2024). *BIG InfoMonitor*. <https://media.big.pl/informacje-prasowe/843675/raport-infodlug-mamy-w-polsce-tylu-niesolidnych-dluznikow-ilu-laczenie-mieszkancow-warszawy-i-wroclawia>
- Świecka, B. (2008). *Bankructwa gospodarstw domowych. Perspektywa ekonomiczna i społeczna*. Difin.
- Ustawa z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy – Prawo upadłościowe i naprawcze oraz Ustawy o kosztach sądowych w sprawach cywilnych, Dz.U. 2008, nr 234, poz. 1572.
- Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne, Dz.U. 2015, poz. 978.
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe, tj. Dz.U. 2024, poz. 794.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 2014 r. o zmianie ustawy – Prawo upadłościowe i naprawcze, ustawy o Krajowym Rejestrze Sądowym oraz ustawy o kosztach sądowych w sprawach cywilnych, Dz.U. 2014, poz. 1306.
- Ustawa z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy – Prawo upadłościowe oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2019, poz. 1802.

UWOLNIENIE OD DŁUGU POPRZECZ UPADŁOŚĆ KONSUMENCKĄ

STRESZCZENIE

Cel artykułu. Celem artykułu jest ocena sytuacji prawnej dłużnika konsumenta z punktu widzenia osiągnięcia podstawowego celu postępowania upadłościowego jakim jest oddłużenie. Artykuł podejmuje kwestie, które powinien wziąć pod uwagę wnioskodawca konsument, aby ryzyko w postaci braku uwolnienia od długu się nie zmaterializowało.

Metodyka. Tekst powstał na podstawie analizy treści aktów prawnych, stanowiska doktryny i oraz studiów literatury przedmiotu.

Wyniki badania. Wnioski zawarte w artykule odnoszą się do całokształtu konsumenckiego postępowania upadłościowego. Z przeprowadzonej analizy wynika, że mamy do czynienia z ewolucją modelu upadłości konsumenckiej w kierunku modelu liberalnego, stwarzającego łatwy dostęp do tej instytucji. Liberalizacja prawa upadłościowego nie zlikwidowała jednak zupełnie ryzyka ogłoszenia upadłości bez osiągnięcia celu wnioskodawcy konsumenta w postaci oddłużenia. Przepisy nakładają na sąd obowiązek sprawdzenia, czy wydając postanowienie o odmowie ustalenia planu spłaty wierzycieli albo umorzenia zobowiązań upadłego bez ustalenia planu spłaty wierzycieli lub warunkowego umorzenia zobowiązań upadłego bez ustalenia planu spłaty wierzycieli, nie zostaną naruszone względy słuszności lub względy humanitarne. Rygor ten stanowi dosyć silne zabezpieczenie konsumenta dłużnika przed ryzykiem braku uwolnienia od długu, ale nie daje mu pewności.

Słowa kluczowe: dług, ochrona konsumenta, prawa konsumenta, upadłość konsumencka.

Kody JEL: G21, D18.

Received: 20.03.2025
Accepted: 26.03.2025
Available online: 31.03.2025